

346.07
YOS
p c,



**PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM
MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN
PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK**

TESIS

**Disusun Dalam Rangka Memenuhi Persyaratan
Program Magister Ilmu Hukum**

Oleh:

**YOSERWAN, S.H
NIM : B4A098106**

Pembimbing:

Prof. DR. Sri Redjeki Hartono, S.H.

**PROGRAM MAGISTER ILMU HUKUM
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**

UPT-PUSIAK UNDIP

**PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM
MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN
PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK**

Disusun Oleh:

**YOSERWAN, S.H.
NIM:B4A098106**

**Dipertahankan Di Depan Dewan Penguji
Pada Tanggal: 9 Agustus 2001**

**Tesis Ini Telah Diterima Sebagai Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Magister Ilmu Hukum**

Pembimbing:

**Prof. DR. Sri Redjeki Hartono, S.H.
NIP.130368053**

**Mengetahui Ketua Program Magister
Ilmu Hukum:**

**Prof. DR. Barda Nawawi Arief, S.H.
NIP.130350519**



KATA PENGANTAR

Pertama-tama penulis mengucapkan puji dan syukur ke hadirat Allah SWT yang telah melimpahkan kodrat dan iradahnya dalam menyelesaikan penulisan tesis dengan judul: PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih memuat berbagai kekurangan dan kelemahan, karena keterbatasan pengetahuan, referensi dan pemahaman yang penulis miliki. Untuk itu penulis sangat mengharapkan kritik dan saran guna perbaikan nantinya.

Dalam penulisan dan penyusunan tesis ini penulis mendapat bantuan, masukan dan bimbingan yang sangat berharga dari berbagai pihak. Untuk itu penulis mengucapkan ucapan terimakasih yang setulus-tulusnya kepada namanya yang tersebut di bawah ini.

1. Ibu Prof. Dr. Sri Redjeki Hartono, S.H. selaku pembimbing yang tidak bosan-bosanya memberikan masukan dan saran-saran selama bimbingan tesis ini.
2. Bapak Prof. Dr. Barda Nawawi Arief, S.H. selaku Ketua Program Magister Ilmu Hukum Universitas Diponegoro atas masukannya dalam penulisan tesis ini.
3. Bapak Budiarto, S.H., MH., selaku Sekretaris Program Pasca Sarjana Ilmu Hukum yang telah memberikan pengarahan dan masukan selama pendidikan.
4. Bapak Herman Susetyo, S.H., HM. atas masukannya dalam penulisan tesis ini.
5. Bapak Azhar Rauf, S.H. Dekan Fakultas Hukum Universitas Andalas Padang yang telah memberikan dorongan dan bantuan dalam penyelesaian studi.

6. Bapak Tunggul Butarbutar, S.E., MM dan Wiwid Indarko, MBA. selaku Sekjen dan Wakil Sekjen Masyarakat Investor Skuritas Indonesia (MISSI) yang telah memberikan berbagai data dan informasi selama penelitian.
7. Bapak Taufik Rochman dari divisi Komunikasi Bursa Efek Jakarta (BEJ)
8. Bapak M. Noor Rachman, SE, MA, Kepala Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam yang telah memberikan kemudahan dalam perolehan data di BEJ
9. Bapak-Bapak staf pengajar pada Program Magister Ilmu Hukum Undip yang telah memberikan bekal ilmu yang sangat berharga selama pendidikan.
10. Rekan-rekan peserta Program Magister Ilmu Hukum Undip Program HET Angkatan XIII (1998) yang telah memberikan dorongan dalam penyelesaian studi.
11. Seterusnya kepada Buya (Alm) Umi, Umi, Bapak, Etek dan Pak Etek yang tak selalu memanjatkan doa dan dorongan dalam penyelesaian studi.
12. Khususnya kepada Adinda Melni Nora yang selalu mendampingi dan menjadi inspirasi, serta kedua ananda Eca dan Aim yang menjadi pendorong dalam penyelesaian studi penulis.

Penulis berharap agar bimbingan, informasi, bantuan, dan dorongan yang telah diberikan mendapat pahala yang setimpal dari Allah SWT. Akhir kata penulis berharap agar tesis ini ada manfaatnya.

Penulis

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	i
DAFTAR ISI.....	iii
DAFTAR TABEL.....	viii
ABSTRAK.....	ix
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Permasalahan.....	1
B. Permasalahan	11
C. Tujuan Penelitian.....	12
D. Kontribusi Penelitian.....	13
E. Kerangka Pemikiran	13
F. Metode Penelitian.....	20
G. Sistematikan Penulisan	27
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA TENTANG PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK	
A. Tinjauan Umum tentang Perusahaan Publik dan Restrukturisasi Perusahaan	28
1. Pengertian Perusahaan Publik.....	28
1.1. Tujuan Pembentukan Perusahaan Publik	38
1.2. Pentingnya Pasar Modal bagi Perusahaan Publik.....	40
1.3. Konsekwensi Sebuah Perusahaan Publik	43
2. Aturan dan Tata Cara Go Publik.....	45
2.1. Tahapan-Tahapan Untuk Go Publik	46
2.1.1. Tahapan Persiapan	46
2.1.2. Tahapan Pendahuluan	48

2.1.3. Tahapan Pelaksanaan	51
2.2. Pasar Perdana.....	52
2.3. Pasar Sekunder.....	53
3. Tinjauan Umum tentang Restrukturisasi Perusahaan Publik.....	54
3.1. Restrukturisasi Perusahaan Pada Umumnya	54
3.2. Urgensi Restrukturisasi Perusahaan Publik	58
3.3. Langkah-langkah Restrukturisasi Perusahaan Publik.....	60
B. Penggabungan Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik	64
1. Penggabungan.....	64
1.1. Pengertian Penggabungan Perusahaan Publik	64
1.2. Bentuk-Bentuk Penggabungan Perusahaan Publik.....	66
1.3. Implikasi dan Konsekwensi Hukum dari Penggabungan Perusahaan Publik.....	69
2. Peleburan.....	72
2.1. Pengertian Peleburan Perusahaan Publik	72
2.2. Pengaturan Peleburan Perusahaan Publik.....	74
2.3. Implikasi dan Konsekwensi Hukum Peleburan Perusahaan Publik	75
3. Pengambilalihan.....	76
3.1. Pengertian Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	76
3.2. Bentuk-Bentuk Pengambilalihan Perusahaan Publik	79
3.3. Pengaturan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	83
3.4. Implikasi dan Konsekwensi Hukum Pengambilalihan Perusahaan Publik	85
C. Tinjauan tentang Pemegang Saham dan Perlindungan Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	87
1. Tinjauan Umum tentang Modal Perusahaan.....	87
1.1. Kedudukan Modal Perusahaan	89
1.2. Modal Saham dalam Perseroan Terbatas	89
1.3. Pengertian dan Jenis-Jenis Saham	90
1.4. Pengaturan tentang Modal Perseroan Terbatas	94

2. Kedudukan Pemegang Saham dalam Perusahaan Pada Umumnya	101
2.1. Pengertian Pemegang Saham.....	101
2.2. Konsekwensi Kepemilikan Saham dalam Perusahaan	103
2.3. Hak dan Kewajiban Pemegang Saham	104
3. Pemegang Saham Minoritas dalam Perusahaan Publik	109
3.1. Kepemilikan Saham pada Perusahaan Publik	109
3.2. Kedudukan Pemegang Saham Minoritas dalam Perusahaan Publik	111
3.3. Pengaturan tentang Pemegang Saham Minoritas	114
4. Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	115
4.1. Urgensi Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Perusahaan	115
4.2. Teori-Teori tentang Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas.....	117
4.3. Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dan Aturan Hukum dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	119

BAB III. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Penelitian

1. Perlunya Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik	123
1.1. Alasan Ekonomis.....	123
1.2. Alasan Praktis	130
2. Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan, dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	135
2.1. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan	136
2.2. Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas.....	147
2.2.1. Hak Pemegang Saham Pada Umumnya	148
2.2.2. Hak Pemegang Saham Minoritas.....	152

3..Bentuk Perlindungan Hukum dan Penyelesaian yang Ditempuh dalam Pertentangan Kepentingan antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minotiras dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	158
3.1. Bentuk-Bentuk Perlindungan Hukum.....	158
3.1.1 Perlindungan Hukum Keperdataan.....	158
3.1.2.Perlindungan Hukum Publik.....	159
3.1.3. Perlindungan melalui Bursa Efek	161
3.1.4. Perlindungan melalui Organisasi Investor.....	162
3.2. Penyelesaian Pertentangan Kepentingan	163
B. Pembahasan	
1. Perlunya Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas.....	173
1.1. Alasan Ekonomis	173
1.2. Alasan Praktis	182
1.2.1.Rendahnya Komposisi Kepemilikan Saham Publik.....	183
1.2.2.Pelanggaran Oleh Emiten	185
2. Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan,dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	190
2.1. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan.....	191
2.2. Sinkronisasi Peraturan tentang Penggabungan Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan publik.....	200
2.3. Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas.....	204
3. Bentuk Perlindungan Hukum dan Penyelesaian yang Ditempuh dalam Pertentangan Kepentingan antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minotiras dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.....	224
3.1. Bentuk-Bentuk Perlindungan Hukum.....	224
3.1.1.Perlindungan Hukum Keperdataan	224
3.1.2. Perlindungan Hukum Publik	227
3.1.3. Perlindungan melalui Bursa Efek.....	237

3.1.4. Perlindungan melalui Organisasi Investor	239
3.2. Penyelesaian Pertentangan Kepentingan	241
3.2.1. Penyelesaian Hukum atau Pengadilan.....	245
3.2.1. Penyelesaian Luar Pengadilan.....	248

BAB IV. PENUTUP

A. Kesimpulan	251
B. Saran	254
Daftar Pustaka	257

DAFTAR TABEL

- Tabel 1. Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta
- Tabel 2. Nilai Emisi Saham di Bursa Efek Jakarta
- Tabel 3. Nilai Kapitalisasi Bursa Efek Jakarta
- Tabel 4. Persentase Nilai Perdagangan/ Kepemilikan Investor Asing dengan Investor Domestik di BEJ
- Tabel 5. Komposisi Kepemilikan Saham Publik dari 10 Emiten di BEJ
- Tabel 6. Pelanggaran Administratif dan Denda Administratif yang ditangani Bapepam
- Tabel 7. Bentuk Pelanggaran Administratif yang diperiksa Bapepam
- Tabel 8. Pemeriksaan Pelanggaran Peraturan di Pasar Modal
- Tabel 9. Bentuk Kasus yang Ditangani oleh Bapepam
- Tabel 10. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan di Bidang Hukum Perusahaan
- Tabel 11. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan di Bidang Hukum Perbankan
- Tabel 12. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan di Bidang Hukum Pasar Modal
- Tabel 13. Hak-Hak Utama Pemegang Saham
- Tabel 14. Hak Derivatif Pemegang Saham
- Tabel 15. Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dalam UU No.1 tahun 1995
- Tabel 16. Penjatuhan delisting terhadap Emiten di BEJ
- Tabel 17. Penggagungan Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

ABSTRAKS

Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik, Yoserwan, 257 h. Tesis, Magister Hukum, Program Magister Ilmu Hukum Universitas Diponegoro, 2001

Perbaikan kondisi perusahaan dapat dilakukan melalui restrukturisasi. Salah satu bentuk dari restrukturisasi adalah dengan melakukan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan (merger, konsolidasi dan akuisisi) perusahaan. Sebagai sebuah tindakan hukum penggabungan, peleburan dan pengambilalihan akan melahirkan berbagai konsekuensi, baik secara internal atau eksternal perusahaan. Dampak tersebut akan lebih serius bila terjadi pada perusahaan publik karena menyebarnya kepemilikan saham. Konsekuensi eksternal terjadi terhadap kreditur, pemerintah dan masyarakat luas. Secara internal tindakan tersebut berdampak terhadap karyawan dan pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas, sehingga tidak jarang terjadi pertentangan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan mayoritas. Penelitian ini mengkaji perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Penelitian dilakukan dengan metode penelitian hukum *juridis-normatif* dan *juridis empiris*. Secara *normatif* diinventarisir peraturan yang mengatur tindakan hukum tersebut, kemudian dibahas sinkronisasinya, serta perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas yang diatur di dalamnya. Secara *empiris* dikaji bagaimana pelaksanaan hak tersebut dan bentuk penyelesaian yang ditempuh bila mana terjadi pertentangan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan mayoritas. Penelitian menunjukkan bahwa pemegang saham minoritas memegang peranan penting dalam perekonomian secara makro ataupun secara mikro, hal itu terlihat dari besarnya dana yang terkumpul melalui pasar modal sebagai alternatif pembiayaan perusahaan, serta pengembangan ekonomi secara makro. Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas terdapat dalam perundang-undangan di bidang Hukum Perusahaan, Pasar Modal dan Perbankan. Berbagai peraturan tersebut sudah memuat hak pemegang saham minoritas, yakni hak untuk menjual saham dengan harga yang wajar, Hak untuk minta direksi mengadakan RUPS tahunan, hak mengajukan gugatan terhadap direksi, komisaris dan perusahaan, serta tuntutan pembubaran perseroan. Rendahnya komposisi kepemilikan saham publik dan belum adanya aturan lebih lanjut tentang perwakilan mengakibatkan aspirasi pemegang saham minoritas kurang tertampung dalam RUPS. Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dapat berbentuk hak hak keperdataan, perlindungan melalui hukum publik baik itu melalui sanksi administratif atau pidana, melalui Bursa Efek sebagai pelaksana bursa dan melalui organisasi investor. Bila terjadi pertentangan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan mayoritas, penyelesaian lebih banyak dilakukan dalam bentuk memberi laporan kepada Bapepam atau MISSI sebagai organisasi investor publik dan lembaga ini berupaya mencari pemecahannya dengan emiten. Karena jalur pengadilan kurang efisien dan kurangnya pemahaman investor akan haknya, jalur pengadilan tidak banyak digunakan. Perlu dilakukan upaya mengembangkan pasar modal yang transparan, teratur dan efisien untuk menarik lebih banyak potensi pemegang saham minoritas. Perlu adanya pengaturan lebih lanjut tentang hak untuk menjual saham dengan harga yang wajar (*appraisal right*) dan pengaturan perwakilan (*proxy rules*) serta mendorong emiten untuk menjual lebih banyak saham kepada publik. Perlu peradilan khusus untuk menangani pertentangan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas agar penyelesaiannya lebih efektif dan efisien. Namun penyelesaian di luar pengadilan perlu diupayakan untuk menghindari dampak negatif bagi perusahaan akibat proses pengadilan

ABSTRACTION

Legal Protection of Minority Shareholder in Merger, Consolidation and Acquisition of Publicly Held Corporation, Yoserwan, 256 p, Thesis, Master of Law, Post Graduate Program, Diponegoro University

The improvement of a corporation condition can be done through restructuring. Company restructuring may take many forms such as financial, organization and management, but the famous one is through Merger, Consolidation and Acquisition (MCA). As a legal action MCA may raise both internal and external impact and consequence. The impact will be more serious if it happen in a publicly held corporation. Externally it will influence the creditors, government and the people at large. Internally, it will bring impact to the employees and shareholders especially minority shareholders. Therefore it also sometime results in conflict of interest between minority and majority or dominant shareholders. The research is about legal protection of minority shareholder in merger, consolidation and acquisition of publicly held corporation, and apply the method of legal and socio-legal research. Legal research try to compile, analyze the synchronization of regulations regarding the minority shareholders protection in merger, consolidation and acquisition of publicly held corporation. Empirically the research try to study the importance of legal protection, the implementation of the legal protection and the kind of resolution chosen to settle the conflict between minority and majority shareholders. This research shows that the minority shareholder plays an important role as source of alternative fund for company or economic activity at large. Minority shareholder protection governed in the corporation law, capital market law and banking law. Those regulations contain several rights given to minority shareholder such as appraisal right, the right to sue the company and director, the right to hold general meeting of the shareholder and to dissolve the company. Due to the fact that the ownership of public investor in public corporation is relatively low and lack of regulation in proxy contest, the interest of minority shareholder can not be absorbed in general meeting of shareholder. Legal protection for minority shareholder can be implemented through several mechanism: through civil law, public law, stock exchange regulation and trough investor organization. The conflicts of interest mostly settle through filing report to Indonesian Capital Market Supervisory Agency (Bapepam) or Indonesian Securities Investor Society (MISSI) and those institutions try to reconcile the conflict. Settlement through the court seems rarely chosen due its inefficiency and complicated process. There should be a policy to develop a fair, transparent, orderly capital market in order to encourage more people take part in public company and to protect minority shareholder in it. There should be further regulation regarding appraisal right and proxy contest and step should be taken to encourage public company to issue more shares for public investor. There should be a special court to settle the conflict between minority and majority shareholder in order to find an effective and efficient settlement process. It is suggested to enlarge the jurisdiction of business court to cover that conflict. However concern parties should first find resolution outside the court, such as through alternative dispute resolution to avoid disadvantages result from court process.

BAB I.

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Permasalahan

Sebagai suatu institusi, perusahaan dalam bentuk apapun selalu mempunyai keinginan untuk berkembang dan berupaya untuk selalu memperbaiki kondisinya agar dapat mencapai tujuan-tujuan perusahaan tersebut. Begitu juga dalam kondisi sulit seperti dalam keadaan krisis ekonomi, sebuah perusahaan tentu akan berupaya untuk mempertahankan diri dengan melakukan berbagai upaya restrukturisasi, sehingga dapat keluar dari krisis, sekaligus sebagai suatu tindakan penyelamatan.¹ Tanpa upaya-upaya tersebut tentu perusahaan akan statis atau tidak akan berkembang, dan bahkan akan berakhir dengan likuidasi perusahaan yang bersangkutan.²

Restrukturisasi perusahaan pada dasarnya mempunyai implikasi yang sangat luas baik dari aspek ekonomis, organisatoris maupun dari yuridis.³ Karenanya dalam beberapa hal restrukturisasi merupakan suatu kebutuhan bahkan keharusan bagi suatu perusahaan, baik dalam upaya memperbaiki kinerja perusahaan, dalam rangka persaingan pada tingkat lokal, nasional ataupun global, ataupun dalam upaya untuk memaksimalkan pencapaian keuntungan perusahaan.

Salah satu aspek restrukturisasi perusahaan yang perlu mendapat perhatian adalah aspek yuridis atau aspek hukumnya. Mengingat persoalan ini cukup urgensi

¹ Sri Redjeki Hartono, *Aspek Hukum Restrukturisasi Perusahaan*, Makalah pada Seminar Nasional Restrukturisasi Perusahaan, Fakultas Hukum Univ. Diponegoro, Semarang, Nopember 1998, hal.2

² Abdul Kadir Muhammad, *Hukum Perseroan Indonesia*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996, hal.92

³ Sri Redjeki Hartono, *op cit*, hal.2

dalam pengelolaan perusahaan, maka Undang-Undang (UU) No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (PT), menetapkan pengaturan terhadap persoalan restrukturisasi ini, yakni hal yang berkaitan dengan persoalan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan atau sering juga disebut dengan merger, konsolidasi dan akuisisi. Pengaturan tersebut terdapat dalam Bab VII, Pasal 102 sampai dengan Pasal 109 UU No. 1 Tahun 1995. Selanjutnya persoalan tersebut diatur dalam Peraturan Pemerintah (PP) No.27 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas.

Sebagai suatu perbuatan hukum, penggabungan, peleburan dan pengambilalihan bukan hanya akan melahirkan konsekwensi ekonomis, dalam arti dapat menimbulkan dampak ekonomis seperti, efisiensi, rasionalisasi, keuntungan, dan sebagainya, tetapi tentu juga akan melahirkan konsekwensi hukum baik secara internal maupun eksternal. Secara internal perbuatan hukum tersebut misalnya dapat menimbulkan konsekwensi bagi kepemilikan saham, reorganisasi perusahaan, perubahan pada bidang usaha dan sebagainya. Sedangkan secara eksternal hal itu dapat berpengaruh terhadap kreditur, fiskus atau pemerintah serta pihak ketiga lainnya.⁴

Secara umum dampak yang dapat timbul dari suatu restrukturisasi perusahaan adalah:

- a. timbulnya persaingan yang tidak sehat;
- b. ancaman terhadap pemegang saham minoritas
- c. dampak pemutusan hubungan kerja terhadap karyawan

⁴ Emmy Pangaribuan Simanjuntak, *Perusahaan Kelompok (Group Company/Concern)*, Yogyakarta, Universitas Gajah Mada, 1994, hal. 53

d. timbulnya monopoli dan persaingan usaha tidak sehat.⁵

Salah satu konsekwensi internal dari penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan adalah terhadap kepemilikan saham. Perbuatan hukum tersebut bagaimanapun juga akan menimbulkan pengaruh terhadap perubahan dalam komposisi kepemilikan saham. Komposisi kepemilikan saham selanjutnya akan berpengaruh terhadap pengendalian perusahaan, seterusnya kepada manajemen perusahaan. Pada tahap akhir tindakan ini akan sangat berpengaruh terhadap kebijaksanaan yang akan diambil dan dijalankan perusahaan.

Mengingat penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan mengandung berbagai konsekwensi baik internal atau eksternal, maka pelaksanaannya harus dicermati agar tidak melahirkan kontra produktif bagi perusahaan itu sendiri atau bagi pihak luar perusahaan. Sebagai suatu tindakan hukum perbuatan hukum ini dapat dijadikan sebagai suatu sarana yang ditempuh untuk mendapat keuntungan sendiri atau pihak-pihak tertentu saja, dan sebaliknya akan mendatangkan kerugian bagi pihak-pihak lainnya. Pada hal sebagai suatu kebijakan tindakan itu seharusnya mendatangkan keuntungan bagi semua pihak.

Bagi suatu perusahaan khususnya yang berbentuk PT, yang akan melakukan penggabungan, peleburan atau pengambilalihan, baik itu pihak yang akan melakukan penggabungan atau pihak yang aktif ataupun yang akan diambilalih atau pihak yang pasif, segala keputusan untuk melakukan perbuatan hukum tersebut sangat ditentukan oleh pihak yang mengendalikan perusahaan atau secara lebih konkrit adalah pemegang

⁵ Abdul Kadir Muhammad, *op cit*, hal. 93

saham mayoritas.⁶ Hal itu disebabkan oleh karena segala kebijakan yang akan ditempuh oleh suatu PT sangat ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dikarenakan pemegang saham mayoritas akan sangat menentukan segala arah dan kebijakan yang akan ditempuh. Untuk selanjutnya kebijakan tersebut tercermin dalam langkah operasional yang dijalankan oleh dewan direktur dan komisaris yang pada dasarnya merupakan perpanjangan tangan pemegang saham mayoritas.

Dengan demikian, terdapat kemungkinan suatu kebijakan yang diambil lebih mengacu kepada kepentingan pemegang saham mayoritas, dan sebaliknya mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas atau pihak ketiga lainnya. Dalam suatu penggabungan atau merger misalnya pengambilalihan "*asset*" dan "*equity*" serta "*liability*"⁷ perusahaan tentu sangat ditentukan oleh suara mayoritas. Dalam keadaan demikian penetapan harga saham atau konversi saham dapat ditetapkan dengan harga yang murah, padahal perusahaan lain yang akan digabungkan juga dikuasai oleh pemegang saham mayoritas, walaupun secara teoritis tindakan penggabungan pada dasarnya bertujuan untuk meningkatkan efisiensi dan kinerja perusahaan.

Secara umum alasan penggabungan perusahaan adalah:

- a. Pemanfaatan asset perusahaan secara efisien dalam kesatuan perusahaan, misalnya pemanfaatan mesin-mesin perusahaan secara maksimal.

⁶ Munir Fuady, *Hukum Bisnis dalam Teori dan Praktek Buku Kesatu*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996 hal.58-59

⁷ *Asset* barang atau harta bernilai yang dimiliki oleh perusahaan, mencakup semua baik yang bergerak atau tidak bergerak berwujud atau tidak berwujud.. *Equity* adalah seluruh modal perusahaan yang dinilai dengan uang dan dinyatakan dalam bentuk saham-saham. Sedangkan *liability* adalah seluruh kewajiban yang harus di bayar oleh perusahaan,. Komaruddin, *Ensiklopedia Manajemen*, Jakarta, Bumi Aksara, 1994.

- b. Agar terciptanya integrasi usaha karena dengan penguasaan atau penggabungan badan usaha yang segaris akan menekan biaya menjadi lebih murah.
- c. terbentuknya profesionalisme manajemen, karena penggabungan badan usaha dapat menarik manajemen profesional dan merasionalisasi karyawan.
- d. Menciptakan struktur permodalan yang kuat karena apabila perusahaan yang merugi bergabung, dengan perusahaan yang memperoleh laba, maka diharapkan perusahaan yang merugi akan dapat memperbaiki kinerjanya dan perusahaan yang memperoleh laba akan berkurang pajaknya karena dikurangi oleh perusahaan yang bergabung.⁸

Pengambilalihan atau akuisisi suatu perusahaan juga dapat menimbulkan konsekuensi yang merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Suatu perusahaan yang akan mengambil alih misalnya dapat merubah pengendalian perusahaan yang bersangkutan. Pemegang kendali perusahaan yang mengambil alih dapat menjalankan perusahaan untuk kepentingan sendiri atau kelompok mereka, dan hal itu dapat menimbulkan ketidaknyamanan kepada pemegang saham minoritas, selanjutnya dapat menjadi alasan mereka untuk melepas saham perusahaan tersebut. Begitu juga dalam penetapan harga saham yang akan dijual tentu sangat ditentukan oleh pemegang kendali perusahaan sehingga dapat merugikan perusahaan yang diambilalih khususnya pemegang saham mayoritas.

Mengingat konsekuensi yang demikian, maka sudah sepantasnyalah persoalan ini

⁸ Mas'ud Machfoedz, *Undang-Undang Perseroan Terbatas 1995 dan Perlindungan Minoritas dari Praktek Bisnis (Pasar Modal) yang Tidak Sehat*, Makalah Pada Seminar Nasional Undang-Undang Perseroan Terbatas, Yogyakarta, Universitas Gajah Mada, September 1995, hal.10

menjadi salah satu objek pengaturan dalam undang-undang Perseoran Terbatas serta peraturan terkait lainnya seperti dalam undang undang tentang Pasar Modal. Konsekwensi yang timbul sebagai akibat dari tindakan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan seperti yang dikemukakan di atas akan lebih serius lagi bilamana hal itu terjadi pada perusahaan publik, yakni perusahaan yang sudah “*go publik*” atau dengan kata lain sudah mencatatkan dan menjualkan sahamnya di pasar modal.

Besarnya konsekwensi yang akan diterima oleh pemegang saham minoritas pada perusahaan publik disebabkan oleh beberapa hal yakni:

- 1) Dengan diperolehnya status perusahaan publik oleh suatu perusahaan, akan mengakibatkan menyebarnya kepemilikan saham kepada masyarakat luas.⁹ Dengan demikian akan terdapat banyak pihak yang memiliki saham dalam skala kecil sementara di pihak lain terdapat satu atau beberapa orang atau pihak yang menjadi pemegang saham mayoritas yang selanjutnya akan dapat mengendalikan perusahaan.
- 2) Adanya suatu karakteristik investor di pasar modal, terutama investor publik, yang menunjukkan bahwa mereka lebih peduli terhadap pergerakan harga saham untuk mendapatkan keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli atau disebut juga dengan *capital gain*.¹⁰ Sebaliknya mereka tidak begitu peduli terhadap pengelolaan perusahaan dan jalannya perusahaan. Keadaan ini dapat dimanfaatkan oleh pihak pengendali perusahaan untuk lebih menggunakan

⁹ Lewis D. Salomon, dan Alan R. Palmiter, *Corporation, Cases dan Explanation*, Boston, Little Brown Co, 1994, hal.269

¹⁰ E. A. Koetin, *Analisis Pasar Modal*, Jakarta, Sinar Harapan, 1993, hal.11

perusahaan untuk kepentingan-kepentingan mereka atau kelompok mereka. Pada hal secara teoritis kontrol pemegang saham yang baik juga sangat menentukan bagi pergerakan harga saham dan deviden yang akan diterima oleh investor.

Ketidakpedulian pemegang saham minoritas pada perusahaan publik di satu pihak dan pengendalian manajemen oleh pemegang saham mayoritas di pihak lain dapat mengakibatkan kebijakan yang diambil kurang memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas. Di samping itu penggabungan, peleburan dan pengambilalihan juga dapat menimbulkan terjadinya konsentrasi atau pemusatan ekonomi yang mengakibatkan beberapa perusahaan berada dalam satu kendali.¹¹

- 3) Sarana pasar modal dapat dimanfaatkan oleh pihak tertentu bukan hanya sebagai sarana untuk mendapatkan dana secara cepat dan mudah, melainkan juga dapat digunakan untuk ajang meraup keuntungan secara cepat dengan memanfaatkan berbagai celah dan kelemahan yang terdapat dalam mekanisme dan pengaturan pasar modal.¹² Contoh tindakan ini adalah dengan melakukan manipulasi pasar, seperti dengan menciptakan gambaran pasar yang semu, yakni dengan melakukan transaksi yang tidak mengakibatkan beralihnya kepemilikan saham. Manipulasi pasar juga dapat dijalankan dengan melakukan dua atau lebih transaksi efek sehingga menyebabkan harga tetap, baik atau

¹¹ Kwik Kian Gie, *Praktek Bisnis dan Orientasi Ekonomi Indonesia*, Jakarta, Gramedia Pustaka Utama, 1996, hal.3

¹² Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996, hal. 189

turun dengan tujuan agar pihak lain terpengaruh untuk membeli, menjual atau menahan efek tersebut.

Tindakan-tindakan lain yang sering terjadi dalam pasar modal adalah persoalan akuisisi atau pengambilalihan suatu perusahaan oleh perusahaan publik, dengan cara melalui pembelian saham di pasar modal. Salah satu perbuatan yang sering menjadi perbincangan di pasar modal adalah praktek "*hostile take offer*" yakni suatu perusahaan berupaya mengambil alih atau kendali suatu perusahaan dengan cara yang tidak sesuai dengan aturan yang berlaku. Di Pasar Modal Indonesia hal-hal seperti itu sudah beberapa kali terjadi, seperti kasus Bank Piko, Bank Papan Sejahtera dan sebagainya. Bahkan disinyalir banyak terjadi secara diam-diam perbuatan sejenis melalui praktek akuisisi internal yang dilakukan oleh perusahaan publik.¹³ Contoh konkrit yang terakhir terjadi adalah dipertanyakanya penyatuan kepentingan (*polling of interest*) antara PT. Baligraha Medikatama dengan PT Siloam Gleecaless, yang mana perbuatan tersebut dianggap tidak sesuai dengan ketentuan merger.¹⁴

Dalam melihat dan meninjau perusahaan publik, maka mau tidak mau harus dikaitkannya dengan kepentingan publik. Dengan diperolehnya status publik oleh sebuah perusahaan, maka pada saat yang bersamaan perusahaan tersebut akan mempunyai tanggung jawab terhadap publik.¹⁵ Konsekwensi selanjutnya adalah bahwa perusahaan

¹³ A. Zen Umar Purba, *Pasar Modal Indonesia di Tengah Agenda Besar Politik dan Reformasi di Bidang Hukum*, Makalah pada Seminar Nasional Pasar Modal, Fakultas Ekonomi Undip, Semarang, 1998, hal.1

¹⁴ *Harian Kompas*, 18 Maret 2000

¹⁵ Sri Redjeki Hartono, *Konsekwensi Yuridis Perusahaan di Bursa Efek*, Makalah pada Seminar Sistem Transaksi dan Peralihan Saham serta Konsekwensi Hukumnya, Semarang, Undip, 1996, hal.2

tersebut juga harus tunduk kepada akuntabilitas dan pengawasan publik yakni dengan menjalankan prinsip-prinsip *disclosure* dan *transparansi* atau keterbukaan. Prinsip-prinsip ini ditandai dengan beberapa karakteristik yakni:

- (1) Prinsip-prinsip ketinggian derajat akurasi informasi.
- (2) Prinsip-prinsip kelengkapan informasi.
- (3) Prinsip-prinsip keseimbangan antara faktor positif dan faktor negatif yang dimiliki oleh perusahaan.¹⁶

Dengan diperolehnya status perusahaan publik akan memungkinkan masuknya pengawasan pemerintah sebagai otoritas publik, baik yang dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), ataupun oleh pelaksana pasar modal dalam hal ini bursa efek sebagai "*self regulatory body*" yang dapat membuat aturan serta pelaksanaan hukumnya terhadap anggota bursa mereka. Bagi pemerintah pengawasan mereka terhadap berbagai kegiatan perusahaan publik, terutama dalam proses penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik bukan hanya mempunyai kemanfaatan bagi investor publik, terutama pemegang saham minoritas, melainkan juga terhadap pasar modal pada umumnya. Pemerintah berkepentingan untuk melindungi investor publik atau pemegang saham minoritas, agar tercipta suatu pasar modal yang sehat, transparan, efisien dan menguntungkan. Selanjutnya hal itu akan dapat menimbulkan kenyamanan dan kepercayaan bagi investor serta dapat mengundang minat bagi investor lainnya.¹⁷

¹⁶ Munir Fuady, *Loc cit*, hal.91

¹⁷ I Nyoman Tjager, *Perkembangan dan Pengaturan Pasar Modal di Indonesia*, Makalah pada Studi Perbandingan Hukum Pasar Modal, Jakarta, BPHN, 1995, hal.7

Sebagaimana diketahui, bahwa kebutuhan akan adanya pasar modal yang sehat, transparan, efisien dan menguntungkan tidak dapat dilepaskan dari kebutuhan ekonomi moderen dan global. Melalui sarana inilah perusahaan dapat menyerap dana masyarakat untuk melakukan pengembangan atau ekspansi usaha baik secara vertikal ataupun secara horizontal. Perbuatan hukum tersebut disamping mempunyai nilai strategis, juga sangat sarat dengan unsur kepentingan, yang memungkinkan terjadinya pertentangan kepentingan (*conflict of interest*), khususnya antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.¹⁸

Secara umum diketahui bahwa dalam suatu pertentangan, biasanya pihak yang kuat dan dominan akan selalu menang dan menguasai. Dalam keadaan demikianlah kiranya perlu diberikan perlindungan yang maksimal terhadap pihak yang lemah, dalam hal ini adalah pemegang saham minoritas. Perlindungan tersebut tentu saja tidak cukup hanya dengan menciptakan aturan-aturan hukum, melainkan juga harus dengan penerapan hukum tersebut secara konkret dalam masyarakat.

Mengingat berbagai hal yang dikemukakan di atas, maka telah dilakukan penelitian untuk mengetahui secara lebih mendalam tentang bagaimana perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas tersebut. Berhubung karena bidang perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas mencakup bidang yang cukup luas, yakni dapat ditujukan terhadap berbagai aktivitas perusahaan maka fokus pembahasan dibatasi dalam perbuatan hukum berupa penggabungan, peleburan

¹⁸ Munir Fuady, *Hukum Bisnis Dalam Teori dan Praktek Buku Ketiga*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996, hal.69

dan pengambilalihan pada perusahaan publik. Pembatasan pada perusahaan publik ini juga didasari oleh kenyataan bahwa perusahaan publik sudah melibatkan masyarakat luas melalui proses go publik. Dengan dasar pertimbangan tersebut penulis telah melaksanakan penelitian dengan judul; PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK.

B. Permasalahan

Berdasarkan uraian tersebut diatas, dapat dirumuskan beberapa permasalahan yang perlu diketahui jawabannya. dan diharapkan dapat membantu upaya pemberian perlindungan hukum yang lebih maksimal bagi pemegang saham minoritas khususnya dalam terjadinya penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, yakni:

1. Mengapa diperlukan adanya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik?
2. Sejauh manakah peraturan yang ada khususnya tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik di Indonesia dapat memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas?
3. Bagaimanakah bentuk perlindungan hukum dan penyelesaian yang ditempuh bilamana terjadinya pertentangan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik?

C. Tujuan Penelitian

Sebagai suatu kegiatan ilmiah sebuah penelitian tentu diharapkan untuk mencapai tujuan-tujuan tertentu. Secara umum dapat dikemukakan bahwa tujuan penelitian ini adalah untuk dapat lebih memahami perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam penggabungan dan pengambilalihan pada perusahaan publik.

Adapun secara khusus tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk memperoleh kejelasan tentang dasar atau alasan mengapa perlu diberikannya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik
2. Untuk memperoleh kejelasan tentang apakah peraturan-peraturan yang ada sudah dapat memberikan perlindungan yang maksimal bagi pemegang saham minoritas dalam terjadinya penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik.
3. Untuk memperoleh kejelasan tentang bagaimana bentuk perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dan upaya penyelesaian yang dapat ditempuh bilamana terjadi pertentangan kepentingan antara pemegang saham minoritas dengan mayoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik.

D. Kontribusi Penelitian

Penelitian yang diadakan ini bagaimanapun selalu diharapkan untuk dapat memberikan kontribusi yang konkret. Kontribusi yang diharapkan tersebut pada dasarnya dapat dibedakan atas kontribusi secara teoritis dan praktis.

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kejelasan yang selanjutnya akan menambah pengetahuan dan pemahaman terhadap hal-hal yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan pada perusahaan publik. Selanjutnya hasil yang diharapkan dapat memberikan gambaran tentang keadaan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas sekaligus dapat menjadi masukan bagi penyempurnaan peraturan yang ada sekaligus memberikan masukan bagi pengembangan ilmu hukum khususnya yang berkaitan dengan hukum perusahaan dan pasar modal.

Secara praktis penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi upaya memberikan perlindungan yang lebih maksimal terhadap pemegang saham minoritas pada perusahaan publik dan selanjutnya juga dapat memberikan suasana yang lebih kondusif bagi perkembangan pasar modal di Indonesia.

E. Kerangka Pemikiran

Dalam aktivitas perekonomian, khususnya dunia usaha, perusahaan memegang peranan yang sangat penting, karena melalui institusi inilah dijalankannya sebagian besar kegiatan perekonomian tersebut. Suatu kegiatan perusahaan pada dasarnya dapat dijalankan oleh perorangan atau kelompok. Perusahaan yang dijalankan oleh

perseorangan disebut dengan perusahaan dagang.¹⁹ Walaupun disebut perusahaan perorangan bukan berarti perusahaan itu semata-mata hanya dijalankan oleh satu orang, melainkan dapat dengan bantuan orang lain. Namun hubungan tersebut hanya dalam bentuk hubungan perburuhan atau pemberian kuasa, bukan hubungan kepemilikan. Dengan demikian usaha perseorangan ini hanya dimiliki oleh satu orang.

Di samping usaha perseorangan, terdapat usaha yang dijalankan oleh lebih dari satu orang atau dijalankan secara bersama-sama. Kepemilikan atau modal usaha tersebut dipunyai oleh lebih dari satu orang, yakni mereka yang ikut dalam usaha tersebut. Sebuah kegiatan usaha secara bersama secara umum disebut dengan perkumpulan. Perkumpulan tersebut selanjutnya dapat dibedakan atas yang berbentuk berbadan hukum dan tidak berbadan hukum. Sebuah perkumpul harus memiliki empat unsur, yakni.²⁰

1. Adanya beberapa orang yang sama-sama punya kepentingan terhadap sesuatu.
2. Beberapa orang yang berkepentingan tersebut berkehendak atau sepakat untuk mendirikan perkumpulan tersebut.
3. Adanya tujuan yang hendak dicapai secara bersama-sama
4. Adanya unsur kerjasama dari orang-orang tersebut untuk mencapai tujuan-tujuan yang telah ditetapkan.

Perkumpulan tersebut selanjutnya dapat dibedakan atas tujuannya seperti tujuan sosial, tujuan budaya, tujuan usaha dan sebagainya. Perkumpulan dalam melakukan

¹⁹ HMN Poerwosoetjpto, *Pengertian Pokok Hukum Dagang Bentuk-Bentuk Perusahaan*, Jakarta, Penerbit Jambatan, 1995, hal. 1

²⁰ *Ibid*, hal.9

usaha dapat dibedakan atas bentuk Perserikatan Perdata, Firma (Fa), Persekutuan Komanditer (CV), Perseroan Terbatas (PT) dan sebagainya. Perbedaan yang paling penting diantara bentuk-bentuk usaha tersebut adalah yang berbentuk badan hukum dan tidak badan hukum. PT sebagai suatu institusi hukum merupakan wahana kegiatan ekonomi yang berbeda dengan institusi hukum lainnya, sebab institusi ini lebih merupakan kumpulan modal, sedangkan yang lainnya merupakan kumpulan orang.²¹

Dalam kegiatan bisnis, secara umum bentuk badan usaha yang paling dikenal dan disukai adalah bentuk Perseroan Terbatas. Hal itu disebabkan oleh beberapa pertimbangan yakni:

1. Adanya pertanggungjawaban yang terbatas pada pemegang saham
2. Adanya sifat mobilitas penyertaan, artinya adanya kemungkinan perpindahan atau perubahan penyertaanya.
3. Adanya kepengurusan melalui organ perusahaan.²²

Tanggung jawab terbatas berarti pemegang saham hanya bertanggung jawab sebatas modal yang dimasukkan. Dengan demikian ada pemisahan antara kekayaan perusahaan dengan kekayaan pribadi. Atau dengan kata lain, bila kekayaan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya, maka tidak perlu diambilkan dari kekayaan pribadi pemegang sahamnya.²³ Walaupun demikian dalam keadaan tertentu, dengan diadopsinya doktrin "*the piercing of corporate veil*", atau penerobosan tanggung jawab

²¹ Fred A.G. Tumbuan, *Kedudukan dan Kemandirian Perseroan Terbatas*, Makalah pada Temu Karya Hukum Perusahaan dan Arbitrase, Depkeh, Jakarta, Juni 1996, hal.104

²² Rudi Prasetya, *Kedudukan Mandiri Perseroan Terbatas Disertai dengan Ulasan Menurut Undang-Undang No.1 tahun 1995*, Bandung, Citra Aditya Bakti, hal.12

²³ Jhon W. Head, *Pengantar Hukum Ekonomi*, Jakarta, Elips-Project, 1998, hal.5

terbatas, oleh UU No.1 tahun 1995, maka tanggung jawab tersebut dapat diperluas sampai harta kekayaan pribadi.²⁴ Pelaksanaanya tentu saja dengan dasar-dasar yang ditetapkan dalam aturan tersebut.

Dalam pasal 1 butir 1 UU No. 1 tahun 1995 dinyatakan bahwa Perseoran Terbatas adalah sebuah badan hukum yang didirikan berdasarkan perjanjian melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam saham dan memenuhi persyaratan yang ditentukan dalam undang-undang ini. Dari ketentuan tersebut sebuah Perseoran Terbatas (PT) harus memenuhi unsur:

1. Berbentuk badan hukum
2. Didirikan berdasarkan perjanjian.
3. Melakukan kegiatan usaha.
4. Modal dasarnya terbagi dalam saham-saham.
5. Memenuhi persyaratan yang ditetapkan oleh undang-undang.

Sebagai sebuah badan hukum PT merupakan pendukung hak dan kewajiban, dapat melakukan perbuatan dan hubungan hukum, sekaligus juga dapat bertanggung jawab secara hukum. Modal dasar sebuah PT seluruhnya terbagi atas saham-saham.

Dengan demikian saham sekaligus mempunyai arti kepemilikan terhadap perseoran terbatas. Pemegang saham sebuah perseoran terbatas mempunyai hak dan kewajiban yang timbul akibat kepemilikan tersebut. Selanjutnya perbedaan jumlah kepemilikan saham berpengaruh terhadap pengambilan kebijakan dalam RUPS, sehingga dapat menimbulkan kepemilikan saham mayoritas dan minoritas.

²⁴ Nurmin S. Pakpahan, *Tinjauan Undang-undang No. 1 Tahun 1995*. Jakarta, Elips-Project, 1995, hal.4.

Akibat perbedaan kepemilikan saham dalam sebuah perseoran melahirkan konsekwensi perbedaan dalam hak yang timbul terutama dalam pengelolaan perusahaan. Pemegang saham mayoritas, karena besarnya suara dalam RUPS mempunyai kesempatan untuk menentukan dewan direksi dan komisaris. Organ ini selanjutnya sangat berperan dalam menentukan jalannya perusahaan berdasarkan apa yang telah ditetapkan dalam RUPS. Dewan direksi merupakan organ yang menjalankan perusahaan untuk mencapai tujuan-tujuan yang telah ditetapkan pemegang saham. Mereka berkewajiban menjalankan perusahaan sesuai dengan prinsip "*duty of loyalty*" dan "*duty of care*", artinya berbuat sebaik mungkin untuk kepentingan perusahaan dan setia kepada kepentingan perusahaan.²⁵

Walaupun demikian, karena kebijakan penting perusahaan lebih ditentukan oleh RUPS, serta pengangkatan Dewan Direksi dan Komisaris sangat ditentukan oleh komposisi kepemilikan saham, maka tidak jarang tujuan yang ditetapkan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Adanya perbedaan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas ini selanjutnya dapat melahirkan perbedaan yang dapat menjurus kepada konflik kepentingan. Dalam keadaan demikian, karena pemegang saham mayoritas memegang kendali perusahaan tentu akan lebih mempunyai peluang untuk mendahulukan kepentingan mereka. Karena itulah hukum memandang perlu memberikan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham minoritas dalam perusahaan. Roman Tomasic dan Stephen Bottomley mengemukakan dua alasan yang

²⁵ Prinsip *duty of care* dan *duty of loyalty* merupakan dua prinsip dalam sistem *common law* yang menuntut manajemen perusahaan (direksi dan karyawan) untuk bertindak secara profesional dan lebih menutamakan kepentingan perusahaan. Steven Emanuel, *Corporation*, New York, Emanuel Law Outline, 1989

memberi dasar kenapa pemegang saham minoritas perlu dilindungi, yakni dari *perspektif kontraktual* atau perjanjian dan dari *perspektif teori konsesi*. Selanjutnya dikatakan:

“From a contractual perspective. Thus we could argue that shareholders come together through a process of voluntary agreement that is embodied in the corporation constitution. That constitution spells out the rights of members and implicitly otherwise, indicates the possibility that individual members may from time to time find themselves outvoted in corporate meetings. These contractual agreement are reinforced by the law relating to directors duties which is intended to protect members from self-deserving managerial conduct.

From perspective of concession theory. It presumes that a state has continuing role in regulating corporate behavior. Because there is risk that not all members in a corporation will be treated fairly, the state ought to provide mechanism whereby minority members can protect their interests.”²⁶

Dengan demikian menurut kedua teori tersebut dari perspektif perjanjian, para pemegang saham masuk kedalam suatu perseroan berdasarkan kesepakatan. Walaupun hak-hak masing-masing telah ditetapkan dalam kesepakatan yang tertuang dalam anggaran dasar namun tetap ada kemungkinan hak mereka terabaikan. Karena itulah kepentingan pemegang saham minoritas itu harus dilindungi untuk mewujudkan kesepakatan yang telah mereka capai. Sedangkan dari perspektif teori konsensi, negara dianggap punya hak untuk secara terus menerus mengatur perilaku perusahaan, karena selalu ada kemungkinan pemegang saham minoritas diperlakukan secara tidak adil. Untuk itu perlu diatur perlindungan terhadap mereka.

Kecendrungan pengabaian kepentingan pemegang saham minoritas lebih besar kemungkinan terjadinya pada perusahaan publik. Hal itu disebabkan begitu banyaknya

²⁶ Roman Tomasic dan Stephen Bottomley, *Corporation Law in Australia*, Sydney, The Federation Press, 1995, hal.419

pemegang saham pada perusahaan publik, sedangkan mereka tidak terlibat secara langsung dalam pengelolaan perusahaan. Mereka lebih memfokuskan perhatian kepada naik turunnya nilai saham atau hanya menunggu adanya pembagian deviden.²⁷ Akibatnya pihak yang memegang kendali dapat melakukan tindakan-tindakan yang lebih mengutamakan kepentingan mereka, seperti dalam penetapan gaji, dalam pembelian atau penjualan aset-aset perusahaan dan sebagainya.

Dalam keadaan ketidakpedulian pemegang saham minoritas, pihak manajemen yang lebih banyak ditentukan oleh pemegang saham mayoritas dapat melakukan berbagai tindakan yang sangat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas, seperti, pengurangan aset perusahaan, melakukan restrukturisasi modal, seperti penggabungan, peleburan ataupun pengambilalihan. Walaupun secara teoritis upaya-upaya tersebut dilakukan tidak lain untuk memperbaiki kinerja perusahaan, seperti penguasaan pangsa pasar, melakukan aliansi strategis dan sebagainya, namun hal itu dapat dimanfaatkan untuk kepentingan pemegang saham mayoritas. Dampak lain dari penggabungan, peleburan dan pengambilalihan adalah terjadinya konsentrasi atau pemusatan ekonomi yang mengakibatkan beberapa perusahaan berada dalam satu kendali, sehingga dapat menimbulkan monopoli, oligopoli serta persaingan yang tidak sehat.²⁸

Sebuah perusahaan publik yang akan dimerger misalnya harus menjual aset atau sahamnya. Dalam perjanjian penggabungan yang diadakan, pemegang saham

²⁷ E.A. Koetin, *op cit.* 1993, hal.11

²⁸ Kwik Kian Gie, *op cit.* hal.3

mayoritas, tentu saja terlebih dahulu harus mendapat persetujuan melalui RUPS dapat menentukan nilai jual asset atau saham dengan harga yang rendah dan sangat merugikan pemegang saham minoritas. Padahal pihak pembeli adalah perusahaan yang juga dikuasai oleh pemegang saham mayoritas. Atau sebaliknya perusahaan publik tersebut ingin mengambil alih sebuah perusahaan. Namun dalam penilaian terhadap asset atau saham perusahaan target asset atau saham dihargai terlalu mahal. Pada hal perusahaan target adalah milik pemegang saham mayoritas yang bersangkutan. Akibatnya dana yang dibutuhkan oleh perusahaan publik tersebut terlalu besar dan hal itu dapat mempengaruhi keuntungan perusahaan dan berdampak pada deviden.

Walaupun diakui bahwa aktivitas pasar modal dalam hal-hal tertentu banyak dipengaruhi unsur spekulatif, namun dalam pelaksanaannya harus tetap sesuai dengan prinsip-prinsip pasar modal yang universal, yakni fair, aman, transparan dan efisien.²⁹ Tanpa pelaksanaan dan penghormatan terhadap prinsip-prinsip itu semua, tentu akan merugikan investor, selanjutnya dapat rusaknya kepercayaan investor terhadap bursa. Hal tersebut seterusnya juga dapat mengganggu penyediaan sumber dana masyarakat yang dapat digunakan untuk pembangunan dalam berbagai bidang usaha.

F. Metode Penelitian

1. Metode Pendekatan

Berkaitan dengan permasalahan yang dikemukakan, maka penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian hukum normatif atau *juridis normatif* dan

²⁹ I. Nyoman Tjager, *Perkembangan dan Pengaturan Pasar Modal di Indonesia*, Makalah Pada: Studi Perbandingan Hukum Pasar Modal, Jakarta, BPHN, 1995, hal. 7

didukung oleh penelitian hukum sosiologis atau empiris, serta perbandingan hukum (*study comparative*). Pendekatan normatif dilakukan didasari oleh pertimbangan bahwa penelitian ini terutama sekali bertujuan untuk membahas dan mengkaji berbagai peraturan yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, khususnya dalam hal yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Pendekatan ini selaras dengan pandangan yang memahami bahwa hukum sebagai norma, kaidah dan peraturan yang berlaku dalam masyarakat yang sesuai dengan prinsip dan asas-asas hukum.³⁰

Penelitian normatif ini ditujukan kepada bentuk inventarisi hukum dan penelitian terhadap taraf sinkronisasi peraturan baik yang bersifat vertikal atau horizontal. Inventarisasi hukum adalah berkaitan dengan semua peraturan yang berkaitan dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Sedangkan taraf sinkronisasi hukum ditujukan terhadap berbagai peraturan baik secara vertikal, yakni antara peraturan yang lebih rendah dengan yang lebih tinggi atau antara peraturan yang berlainan bidangnya.³¹

Di samping itu penelitian ini juga didukung oleh penelitian hukum sosiologis (*socio-legal research*). Pendekatan hukum sosiologis atau empiris digunakan dalam penelitian ini dengan dasar pemikiran bahwa pendekatan normatif saja tentu tidak dapat melihat realitas yang terjadi dalam masyarakat yang berkaitan dengan

³⁰ Soetandyo Wignjosoebroto, *Masalah Metodologik dalam Penelitian Hukum sehubungan dengan Masalah Keragaman Pendekatan Konseptualnya*, Makalah pada Pelatihan Metodologi Penelitian, Fak. Hukum Undip, Mei, 1999, hal.30

³¹ Ronny Hanitijo Soemito, *Metodologi Penelitian Hukum dan Jurimetri*, Ghalia Indonesia, Jakarta, 1994, hal.11

suatu aturan hukum. Untuk itu diperlukan adanya pendekatan lain untuk melihat hukum sebagai suatu fenomena dan institusi sosial yang riil dan fungsional dalam sistem kehidupan bermasyarakat yang terjadi dari perilaku anggota-anggota masyarakat yang mempola.

Menurut pandangan ini hukum secara konkrit dalam masyarakat dapat berbeda dari apa yang tertuang dalam peraturan perundang-undangan.³² Melalui pendekatan ini diharapkan penelitian ini dapat mengetahui secara konkret bagaimana aturan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas diterapkan dalam masyarakat. Dengan diketahuinya realitas tersebut diharapkan dapat dilakukan upaya perbaikan atau penyempurnaan, baik itu aturan ataupun penerapan hukumnya.

Dengan kedua pendekatan ini diharapkan akan dapat memahami permasalahan yang ada secara lebih mendalam dan komprehensif sehingga juga dapat diupayakan langkah-langkah perbaikannya.

2. Spesifikasi penelitian.

Spesifikasi yang digunakan dalam penelitian adalah deskriptif-analitis dan preskriptis. Melalui pemilihan spesifikasi ini diharapkan dapat menguraikan secara analitis permasalahan yang dihadapi. Penelitian deskriptif berupaya untuk menguraikan dan memaparkan hal-hal yang berkaitan dengan permasalahan yang hendak diungkapkan. Sedangkan penelitian preskriptif diharapkan dapat menghasilkan saran-saran tentang permasalahan yang dihadapi.³³ Namun bersamaan

³² Ronny Hanitjo Soemitro, *Metodologi Penelitian Hukum*, Makalah pada Pelatihan Metodologi Penelitian Ilmu Sosial, Fak Hukum Undip, Mei 1999, hal.11

³³ Soerjono Soekanto, *Pengantar Penelitian Hukum*, Jakarta, UI-Press 1986, hal.10

dengan itu dilakukan analisis sedalam-dalamnya sesuai dengan dasar perfikir yang logis agar kebenaran yang diperoleh sesuai dengan prinsip-prinsip berfikir yang benar, sehingga dapat ditarik kesimpulan terhadap permasalahan yang dikemukakan.

3. Jenis dan Sumber Data

Sesuai dengan fokus utama penelitian juridis normatif, maka data yang hendak dikumpulkan terutama adalah data sekunder yang meliputi bahan-bahan hukum baik bahan hukum primer dan sekunder.³⁴ Bahan-bahan hukum itu meliputi semua peraturan yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas serta yang berkaitan dengan ketentuan tentang penggabungan, peleburan dan pengambil alihan perusahaan, khususnya perusahaan publik, baik itu yang tingkatan peraturannya adalah undang-undang atau peraturan yang lebih rendah tingkatannya.

Peraturan tersebut menyangkut baik yang diatur dalam bidang hukum perusahaan khususnya undang-undang perseroan terbatas dan segala peraturan pelaksanaannya maupun dalam undang-undang pasar modal beserta segala peraturan pelaksanaannya. Begitu juga aturan yang dikeluarkan oleh bursa dalam hal ini adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai "*self regulatory body*" yang berwenangan untuk mengeluarkan aturan yang berkaitan dengan perdagangan efek di bursa. Juga dikumpulkan peraturan lainnya yang berkaitan dengan permasalahan seperti yang terdapat di bidang perbankan, yang juga memuat aturan-aturan khusus, di samping

³⁴ Ronny Hanitijo Soemitro, *op cit*, hal.10

berlakunya aturan tentang perseroan terbatas sebagai aturan umum dalam bidang perbankan.

Berkaitan dengan penelitian hukum sosiologis atau empiris juga dikumpulkan data primer, terutama yang berkaitan dengan wujud konkret perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas serta bagaimana bentuk penyelesaian jika terjadi pertentangan kepentingan. Untuk itu data primer ini diperoleh melalui responden dari berbagai pihak yang terkait dalam bidang permasalahan yang diteliti. Responden ditentukan berdasarkan sampel bertujuan (*purposive sampling*), yakni mereka yang terlibat langsung dalam perdagangan saham di pasar modal seperti, emiten, investor, pialang serta otoritas publik dari Bapepam dan BEJ. Sedangkan penentuan jumlah responden akan dilakukan secara “*snow ball sampling*” artinya dapat jumlah sampel dapat berkembang sesuai dengan kebutuhan. Sedangkan sumber atau tempat pengumpulan data tersebut adalah:

- a. Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)
- b. Departemen Kehakiman, khususnya bagian pendaftaran perusahaan
- c. Bursa Efek Jakarta
- d. Asosiasi Emiten Indonesia
- e. Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (MISSI)

4. Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data akan menggunakan teknik sebagai berikut:

- a. Wawancara

Dalam rangka memperoleh data primer dan sebagai konfirmasi terhadap data sekunder maka dilakukan penelitian melalui wawancara dengan responden atau informan yang ditetapkan. Wawancara yang digunakan adalah wawancara terpimpin (*guided interview*) atau disebut juga wawancara terarah (*directive interview*), artinya adanya pedomaan pertanyaan dalam melakukan wawancara.³⁵

Mereka yang akan diminta menjadi informan adalah pertama mereka yang berkompeten untuk memberikan keterangan-keterangan pada instansi yang bersangkutan, serta mereka yang terlibat langsung dalam aktivitas pasar modal.

i. Bapepom sebagai otoritas publik yang mengawasi pelaksanaan pasar modal, khususnya agar pasar berjalan sesuai dengan prinsip-prinsip pasar modal yang universal dan moderen, termasuk di dalamnya melindungi kepentingan pemegang saham minoritas.

ii. Pelaku pasar khususnya investor publik yang sebagian besar merupakan pemegang saham minoritas.

iii. Emiten; sebagai pihak yang akan melakukan perbuatan hukum berupa penggabungan, peleburan dan pengambilalihan pada perusahaan publik.

b. Studi dokumentasi

Dengan metode ini dikumpulkan berbagai bahan hukum beserta catatan dan laporan data lainnya yang terdapat pada berbagai institusi tempat penelitian ini dilakukan. Pengumpulan tersebut meliputi berbagai peraturan dari tingkat yang tertinggi sampai yang terendah yang dibuat dan dikeluarkan oleh lembaga yang

³⁵ *Ibid*, hal.60

berwenang. Analisis juga dilakukan terhadap anggaran dasar perseroan publik untuk melihat perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas yang termuat dalam anggaran dasar yang pada dasarnya merupakan perjanjian di antara pemegang saham.

5. Analisis data

Data yang telah dikumpul dianalisis dengan metode kualitatif. Berkaitan dengan data sekunder analisa yang dilakukan sesuai dengan prinsip dan asas-asas hukum, khususnya yang asas-asas hukum yang berlaku dalam hukum perdata, serta bagaimana taraf sinkronisasi peraturan yang satu dengan yang lainnya, baik secara vertikal ataupun horizontal. Dengan ini yang akan dianalisa adalah peraturan yang satu sinkron dan sejalan dengan peraturan lainnya baik yang lebih tinggi atau peraturan yang sederajat, namun mengatur bidang yang berlainan.³⁶

Berkaitan dengan data primer, terlebih dahulu dilakukan reduksi data dan seterusnya dianalisis dengan menggunakan analisis domain. Hal ini bertujuan untuk memperoleh gambaran yang bersifat umum dan menyeluruh tentang objek permasalahan yang diteliti.³⁷

Berdasarkan analisis yang dilakukan kemudian ditarik generalisasi-generalisasi tentang permasalahan yang telah dikemukakan, kemudian diambil konklusi-konklusi yang akan memberikan jawaban terhadap permasalahan yang dikemukakan.

³⁶ Ronny Hanitijo Soemitro, *Metodologi Penelitian Hukum*, op cit hal.16-19

³⁷ Sanapiah Faisal, *Penelitian Kualitatif, Dasar-dasar dan Aplikasi*, Malang, YA3, 1990, hal.91

G. Sistematika Penulisan

Penulisan tesis ini terdiri dari empat Bab yang mencakup:

Bab I memuat tentang latar belakang permasalahan, permasalahan, tujuan dan kontribusi yang diharapkan akan dihasilkan oleh penelitian dan penulisan tesis ini, kerangka pemikiran yang mendasari pokok permasalahan serta metode penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini. Dalam metode penelitian tercakup, tipe penelitian, data dan sumber data, metode pengumpulan data, penentuan sampel, serta analisis data.

Bab II memuat tentang tinjauan pustaka yang berkaitan dengan permasalahan. Dalam bab ini akan diuraikan pengertian serta tinjauan beberapa persoalan pokok yakni: Pertama, berkaitan dengan restrukturisasi yakni penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Kedua, uraian tentang perlindungan hukum, dan yang terakhir berkaitan dengan perusahaan publik. Di sini juga diuraikan pengertian,, pengaturan serta pelaksanaannya.

Selanjutnya dalam Bab III diuraikan tentang hasil penelitian serta pembahasannya. Dengan demikian dalam bab ini akan termuat data yang dikumpulkan dari penelitian beserta penyajian dan analisisnya, serta penemuan penelitian ini.

Terakhir, Bab IV yang merupakan bab penutup memuat kesimpulan hasil penelitian serta rekomendasi yang telah dirumuskan dari hasil penelitian dan pembahasannya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA TENTANG PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM PENGGABUNGAN, PELEBURAN DAN PENGAMBILALIHAN PERUSAHAAN PUBLIK

A. Tinjauan Umum tentang Perusahaan Publik dan Restrukturisasi Perusahaan

1. Pengertian Perusahaan Publik.

Sebelum membahas pengertian perusahaan publik, kiranya perlu ditinjau terlebih dahulu pengertian perusahaan pada umumnya. Dari segi terminologi istilah atau konsep perusahaan berasal dari kata usaha yang kemudian melahirkan kata perusahaan dan pengusaha. Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia perusahaan berarti kegiatan atau pekerjaan yang diselenggarakan dengan peralatan atau cara yang teratur untuk memperoleh keuntungan. Perusahaan juga diartikan sebagai organisasi berbadan hukum yang mengadakan transaksi usaha.³⁸ Pengertian perusahaan selanjutnya dapat ditinjau secara juridis atau berdasarkan peraturan perundang-undangan dan secara doktrin atau yang dikemukakan oleh sarjana.

Dalam perundang-undangan Indonesia kata perusahaan dapat dilihat dalam berbagai peraturan perundangan-undangan, khususnya dalam Kitab Undang-Undang Hukum Dagang/KUHD (*Wetboek van Koophandel*) yang termuat dalam *Staadblaad* (Stb) 1939 No.569 jo. No.717, yakni seperti diatur dalam pasal 6 yang berkaitan dengan kewajiban memegang buku bagi perusahaan. Walaupun demikian

³⁸ Departemen Pendidikan dan Kebudayaan, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Jakarta, Balai Pustaka, 1995 hal.1112

KUHD tidak memberikan pengertian tentang perusahaan itu sendiri. Menurut Soekardono, hal itu dimaksudkan oleh pembuat undang-undang agar pengertian perusahaan diserahkan pada perkembangan keilmuan dan jurisprudensi sehingga sesuai dengan perkembangan zaman.³⁹

Walaupun dalam KUHD ditemukan istilah perusahaan, namun dalam pasal-pasalnya tidak diuraikan lebih rinci tentang perusahaan, melainkan hanya diuraikan bentuk-bentuk perseoran. Dapat disimpulkan bahwa perseroan baik itu yang berbentuk Firma (Fa), Persekutuan Commaditer (CV) ataupun Perseroan Terbatas (PT) merupakan bentuk-bentuk perusahaan. Dengan demikian istilah perusahaan dalam KUHD hanya meliputi Persekutuan Perdata, Fa, CV dan PT. Namun sebenarnya bentuk-bentuk perusahaan lebih luas dari itu karena juga dapat mencakup perusahaan dagang, perkumpulan, koperasi dan perkumpulan saling tanggung-menanggung.⁴⁰

Penjelasan Undang-Undang (*memorie van toelichting*) KUHD memberikan batasan tentang perusahaan yakni: "Barulah dapat dikatakan adanya perusahaan apabila pihak yang berkerja bertindak secara terus menerus dan terang-terangan serta dalam keadaan tertentu untuk mendapatkan keuntungan bagi dirinya sendiri."⁴¹

³⁹ R. Soekardono, *Hukum Dagang Indonesia Bagian I*, Jakarta, Diam Rakyat, hal.19

⁴⁰ HMN Purwosutjipto, *op cit*, hal.XV.

⁴¹ HMN Purwosutjipto, *Pengertian Pokok Hukum Dagang. Jilid I*, Jakarta, Jembatan, 1991, hal.14

Dengan dikeluarkannya UU No. 3 Tahun 1982 tentang Wajib Daftar Perusahaan lahirlah definisi resmi tentang perusahaan. Dalam pasal 1 huruf b dinyatakan;

"Perusahaan adalah setiap bentuk usaha yang menjalankan setiap jenis usaha yang bersifat tetap dan terus-menerus dan didirikan, bekerja serta berkedudukan dalam wilayah Negara Indonesia untuk tujuan memperoleh keuntungan."

Undang-Undang ini juga memberikan definisi usaha dan pengusaha. Yang dimaksud dengan usaha adalah:

"Setiap tindakan atau kegiatan apapun dalam bidang perekonomian yang dilakukan oleh setiap pengusaha untuk tujuan memperoleh keuntungan dan atau laba." Sedangkan yang dimaksud dengan pengusaha adalah:

"Setiap orang perorangan atau persekutuan atau badan hukum yang menjalankan suatu jenis usaha."⁴²

Berkaitan dengan pengertian perusahaan, Mollengraff mencoba memberikan komentarnya. Menurutnya, pengertian perusahaan yang diberikan dalam undang-undang adalah pengertian ekonomi. Selanjutnya ditambahkan:

"Perusahaan adalah keseluruhan perbuatan yang dilakukan secara terus menerus bertindak keluar untuk mendapatkan penghasilan dengan memperniagakan, menyerahkan barang atau mengadakan perjanjian perniagaan."⁴³

Sehubungan dengan istilah perusahaan, Sri Redjeki Hartono mengatakan:

"Istilah perusahaan/ yang menjalankan perusahaan menggantikan istilah pedagang atau kegiatan perdagangan yang mengandung pengertian sebagai melakukan kegiatan yang terus menerus, secara terang-terangan, dalam rangka mencari keuntungan. Lembaga tersebut dapat dalam berbagai

⁴² Pasal 1 huruf c dan d Undang-Undang No.3 Tahun 1982 tentang Wajib Daftar Perusahaan

⁴³ Soekardono, *op cit*, hal 21

bentuk baik yang berstatus badan hukum atau bukan, atau sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN) ataupun sebagai Badan Usaha Milik Swasta (BUMS).⁴⁴

Pendapat berikutnya tentang perusahaan dikemukakan Soekardono:

“Barulah dapat dikatakan adanya perusahaan apabila pihak yang berkepentingan bertindak secara tidak terputus-putus dan terang-terangan serta di dalam kedudukan tertentu untuk mendapatkan keuntungan bagi dirinya sendiri.”⁴⁵

Dari pengertian-pengertian di atas terlihat bahwa perusahaan merupakan institusi atau lembaga ekonomi, yang digunakan manusia untuk memenuhi kebutuhannya. Dari beberapa pengertian yang dikemukakan di atas juga dapat diketahui unsur-unsur perusahaan yaitu:

- a) Menjalankan kegiatan usaha
- b) Dijalankan secara perorangan atau badan usaha (bersama).
- c) Melakukan kegiatan usaha secara tetap dan terus menerus dan terang-terangan.
- d) Tujuannya adalah untuk mencari keuntungan atau laba.⁴⁶

Selain merupakan suatu konsep ekonomi, maka perusahaan juga dipandang sebagai suatu konsep hukum. Hal itu dapat dilihat dari kenyataannya bahwa perusahaan dapat dibedakan atas berbagai bentuk baik yang bentuk perorangan atau kelompok, berbentuk badan hukum atau yang tidak berbentuk badan hukum. Perusahaan sebagai konsep hukum melahirkan konsekwensi bahwa perusahaan dapat menjadi subjek hukum seperti manusia, sebagai pendukung hak dan

⁴⁴ Sri Redjeki Hartono, *Kapita Selekta Hukum Perusahaan*, Bandung, Mandar Madju, 2000, hal. V.

⁴⁵ Soekardono, *op cit.* hal. 20

⁴⁶ Ridwan Sjahrani, et al., *Pengantar Hukum Dagang*, Yogyakarta, UII-Gama Media, 1999, hal. 7

kewajiban, mempunyai harta kekayaan, domisili dan mempunyai tanggung jawab hukum.

Dari realitas sosial terlihat bahwa perusahaan sudah merupakan salah satu upaya untuk memenuhi kebutuhan masyarakat. Sebagai makhluk sosial manusia selalu berintegrasi dengan manusia lainnya dalam memenuhi berbagai kebutuhannya. Untuk itulah manusia mendirikan perusahaan. Dalam perkembangan selanjutnya terutama dalam masyarakat moderen, perusahaan sudah menguasai kehidupan manusia, lingkungannya bahkan sudah melampaui batas-batas negara dan dalam hal-hal tertentu tidak hanya sekedar bertujuan untuk mencari keuntungan, melainkan sudah berubah bentuk menjadi penguasa baru yang mempunyai pengaruh besar terhadap kehidupan sosial, politik dan kultural.⁴⁷

Perusahaan Publik

Dalam kenyataannya terlihat berbagai bentuk perusahaan yang dapat membedakan yang satu dengan yang lainnya. Bila dilihat dari jumlah pemilik perusahaan tersebut dapat dibedakan antara perusahaan perorangan dan perusahaan kelompok.⁴⁸ Perusahaan Perseorangan misalnya Usaha Dagang (UD)⁴⁹, sedangkan perusahaan kelompok seperti Firma, CV, Koperasi dan PT. Perusahaan juga dapat

⁴⁷ Uraian tentang pengaruh dan dampak dari perusahaan terhadap masyarakat moderen dapat dilihat dalam David C. Korten, *When Corporations Rule the World*, Jakarta, Profesional Book, 1997

⁴⁸ John W. Head, menyebut dengan istilah Usaha Kepemilikan Tunggal untuk Perusahaan Perorangan dan Usaha Kemitraan untuk Perusahaan Kelompok. John W. Head, *Pengantar Hukum Ekonomi*, Jakarta, Elips-UI, 1997, hal.2

⁴⁹ Menurut HMN Purwosutjipto, secara resmi tidak ada perusahaan perorangan, tetapi dalam masyarakat perdagangan sudah ada bentuk perusahaan perseorangan yang diterima orang yaitu Perusahaan Dagang (PD). HMN Purwosutjipto, *op cit*, hal.2

dibedakan atas kepemilikannya yakni perusahaan swasta, pemerintah, daerah dan perusahaan asing.

Walaupun dalam kegiatan perekonomian terdapat berbagai bentuk perusahaan, namun sebagian besar kegiatan perekonomian khususnya yang berskala besar dijalankan oleh PT. Oleh karena berbicara tentang perusahaan hampir selalu disamakan dengan PT.

Secara umum PT dapat dibedakan atas PT tertutup dan PT Terbuka. Perbedaan itu didasari oleh besarnya modal dan kepemilikan saham. Di samping adanya konsep PT Tertutup dan PT Terbuka, dalam hukum dan praktek bisnis Indonesia juga berkembang konsep Perusahaan tertutup dan Perusahaan Publik. Secara umum perbedaan juga didasari oleh besarnya modal dan kepemilikan saham.⁵⁰ Berkembangnya konsep perusahaan tertutup dan perusahaan terbuka ini lebih banyak dipengaruhi konsep "*Closed Corporation*" dan "*Publicly Held Corporation*" (Perusahaan Tertutup dan Perusahaan Publik) yang berkembang khususnya di negara-negara yang menganut sistem "*common Law*".

Untuk memahami konsep tersebut dapat dikemukakan pengertian yang diberikan oleh Balck's Law Dictionary yang mengemukakan bahwa;

"Closed Corporation is a corporation whose shares, or at least voting share, are held by a single shareholder or closely-knit group of shareholders. Generally, there are no public investors and its shareholders are active in the conduct of business."⁵¹

Terjemahan menurut penulis: Perusahaan tertutup adalah sebuah perusahaan yang saham-sahamnya atau sekurang-kurangnya saham yang

⁵⁰ Undang-Undang No. 1 tentang Perseroan Terbatas sebenarnya tidak mengenal istilah Perusahaan Publik atau PT Publik, melainkan hanya PT Terbuka

⁵¹ Hendry Campbell Balck, *Balck's Law Dictionary*, Fifth Edition, St. Paul Minn, West Publishing Co, 1979, hal. 308

mempunyai hak suara, dikuasai oleh satu orang pemegang saham atau beberapa orang pemegang saham yang mempunyai hubungan erat satu sama lain. Secara umum tidak terdapat investor publik dan pemegang sahamnya terlibat secara aktif dalam menjalankan perusahaan.

Sedangkan dalam memberikan pengertian perusahaan publik Balck's law Dictionary mengemukakan bahwa: "*Publicly held Corporation is commonly used to distinguished a corporation whose stock is owned and traded by the public from a corporation with closedly held share.*"⁵² Terjemahannya menurut penulis: Perusahaan publik biasanya digunakan untuk membedakan sebuah perusahaan yang sahamnya dimiliki dan diperdagangkan oleh masyarakat luas dengan perusahaan yang saham-sahamnya dimiliki secara tertutup)

Dalam membahas perbedaan perusahaan tertutup dan perusahaan publik Lewis D. Salomom dan Alan R. Palmitzar mengemukakan perbedaan keduanya,⁵³

Perusahaan Tertutup

1. Dimiliki oleh beberapa orang yang saling berhubungan erat (sekitar 30-50 orang). Biasanya mereka mempunyai hubungan kekeluargaan.
2. Pemegang saham aktif dalam menjalankan perusahaan.
3. Pemegang saham biasanya mengharapkan gaji dan deviden.
4. Tidak terdapat pasar untuk mengalihkan saham, kadang-kadang terdapat perjanjian untuk tidak mengalihkan saham kepada pihak lain.

Perusahaan Publik

1. Dimiliki oleh banyak pemegang saham (lebih dari 500) dan masing-masing tidak mempunyai hubungan.
2. Keterlibatan pemegang saham dalam perusahaan sangat terbatas. Pemungutan suara biasanya melalui proxy atau perwakilan dan terdapat manajemen profesional.
3. Pemegang saham mengharapkan penghasilan dari peningkatan harga saham dan deviden.
4. Terdapat pasar untuk memudahkan pemegang saham mengalihkan sahamnya.

⁵² *Ibid.* hal.309

⁵³ Lewis D Salomon, Alan R. Palmitzar, *op cit.* hal.206

Dari pengertian dan perbedaan yang dikemukakan di atas terlihat beberapa karakter perusahaan publik, yakni:

- a. Jumlah pemegang saham yang besar yang masing-masingnya tidak mempunyai hubungan khusus.
- b. Keterlibatan pemegang saham dalam pengelolaan perusahaan sangat terbatas, dan biasanya diserahkan kepada manajemen profesional.
- c. Pemegang saham mengharapkan hasil dari peningkatan harga saham dan deviden
- d. Terdapat suatu pasar (pasar modal) untuk memudahkan pemegang saham mengalihkan kepemilikannya kepada pihak lain.

Secara juridis pengertian Perusahaan Publik di Indonesia ditemui dalam pasal 1 butir 22 UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal:

“Perusahaan Publik adalah perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal di setor sekurang-kurangnya Rp.3.000.000.000,00 (tiga milyar rupiah) atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah.”

Dari peraturan di atas dapat dirumuskan kriteria perusahaan publik: adalah: Terdapat sekurang-kurangnya 300 pemegang saham, dan modal sekurang-kurangnya Rp.3 milyar atau jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah. Melihat perumusan pasal yang menggunakan kata-kata *...300 (tiga ratus) pemegang saham dan modal disetor, sekurang-kurangnya....*, dan seterusnya, maka kedua syarat itu yakni pemegang

saham dan modal harus dipenuhi. Tidak dipenuhi salah satunya, maka tidak dapat dikatakan adanya Perusahaan Publik.

Undang-Undang No. 1 Tahun 1995 tidak mengenal istilah Perusahaan Publik, melainkan Perseroan Terbuka atau disingkat dengan PT Tbk. Pasal 1 butir 6 UU No.1 Tahun 1995 menyatakan:

“Perseroan terbuka adalah perseroan yang modal dan jumlah pemegang sahamnya memenuhi kriteria tertentu atau perseroan yang melakukan penawaran umum sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.”

Dengan demikian menurut perumusan tersebut PT Terbuka mempunyai dua pengertian, yakni:

- 1) jumlah pemegang sahamnya memenuhi kriteria tertentu artinya menurut ketentuan peraturan tertentu, dan
- 2) perseroan yang telah melakukan penawaran umum sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal.

Bila dihubungkan ketentuan Pasal 1 butir 22 UU No. 8 Tahun 1995 dengan Pasal 1 butir 6 UU No.1 Tahun 1995, maka permasalahan yang timbul adalah apakah Perusahaan Publik sama pengertiannya dengan PT terbuka? Bila kita mengartikan Perusahaan Publik adalah perusahaan yang sudah memperdagangkan sahamnya di pasar modal, maka perusahaan itu akan tergolong ke dalam Perseroan Terbuka. Namun apakah perseroan yang memiliki lebih dari tiga ratus pemegang saham dan modal lebih dari Rp.3 milyar namun tidak menjual sahamnya di Pasar Modal tergolong ke dalam perseroan terbuka? Bila hanya memperhatikan perumusannya, maka perusahaan yang memiliki pemegang saham 300 atau lebih

dan modal 3 milyar atau lebih tidak termasuk perusahaan terbuka, karena perumusan pasal 1 butir 22 UU No.8 tahun 1995 hanya menyebutkan Perusahaan Publik. Walaupun demikian dari hubungan kedua ketentuan tersebut terlihat bahwa pasal 1 butir 22 UU No.1 tahun 1995 dimaksudkan untuk menjelaskan pasal 1 butir 6 Undang-Undang No. 1 tahun 1995.

Dengan memperhatikan kedua rumusan pasar tersebut sebenarnya tersirat maksud untuk menyamakan pengertian PT Terbukan dengan Perusahaan Publik. Beberapa penulis, misalnya Munir Fuady juga cenderung untuk menyamakan pengertian kedua konsep atau istilah tersebut.⁵⁴ Namun berkaitan dengan perbedaan pandangan ini, untuk lebih menyederhanakan pengertian perusahaan publik, maka salah satu batasan dari perusahaan publik yang lebih dapat diterima adalah perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal, karena perusahaan yang sudah go publik atau menjual sahamnya di pasar modal mempunyai modal yang besar dan pemegang saham yang banyak jumlahnya.

Sebenarnya perusahaan publik dimaksud untuk mengembangkan suatu perusahaan yang sudah ada dengan jalan menjual sahamnya kepada masyarakat luas melalui mekanisme Pasar Modal. Bila beberapa orang ingin mengembangkan sebuah PT yang masih tertutup (*closed corporation*) atau hanya dimiliki oleh beberapa orang pemegang saham, maka biasanya dia akan berupaya untuk menarik pihak lain untuk bergabung sebagai pemegang sahamnya, baik itu melalui pasar modal atau tidak. Bila mekanisme yang dibentuk adalah melalui pasar modal atau

⁵⁴ Munir Fuady, *Hukum Bisnis Dalam Teori dan Praktek*, Buku III, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996 hal. 70, Bandingkan dengan Sudargo Gautama, op cit, hal.18

bursa efek, dan perusahaan tersebut dapat menjual sahamnya di pasar modal, maka perusahaan itu akan berubah menjadi perusahaan publik (*publicly held corporation*)

Terbukanya kesempatan bagi sebuah perusahaan untuk menjual sahamnya di pasar modal, dapat mengakibatkan pemegang saham perusahaan tersebut sangat banyak dan menyebar kepada masyarakat. Dengan demikian salah satu karakteristik suatu perusahaan publik adalah adanya penyebaran kepemilikan saham menjadi begitu banyak.⁵⁵ Perusahaan Publik juga diartikan sebagai suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas yang sahamnya dijual di bursa efek kepada masyarakat umum.⁵⁶

1.1. Tujuan Pembentukan Perusahaan Publik

Pihak-pihak yang mengelola perusahaan tentu selalu berupaya untuk mengembangkan usahanya, karena dengan semakin berkembangnya perusahaan diharapkan akan semakin besar juga keuntungan yang diperolehnya. Oleh karena itu pemilik perusahaan dalam hal ini pemegang saham tentu saja membutuhkan dana atau modal. Kebutuhan dana suatu perusahaan dapat dipenuhi secara pihak internal atau eksternal. Secara internal, adalah dari pemegang saham yang sudah ada, sedangkan secara eksternal adalah pihak lain dari pemegang saham yang sudah ada.⁵⁷

Pemasukan dana dari pihak internal atau eksternal ini biasanya dapat berbentuk pinjaman (*loan*) yakni pinjaman komersial atau yang berbentuk

⁵⁵ Lewis D Salomon, Alan R. Palmiter, *Corporation, Cases and Explanation*, Boston, Little Brown Co, 1994, hal. 206

⁵⁶ A.F. Elly Erawati, J.S. Yus Badudu, *Kamus Hukum Ekonomi*, Jakarta, Elips Project, 1997, hal.138

⁵⁷ *Ibid*, hal.37

penyertaan modal sendiri (*ekuitas*). Bila perusahaan menempuh mekanisme pinjaman komersial, maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayar bunga ataupun pinjaman baik perusahaan merugi atau untung. Sebaliknya bila mekanisme penyertaan modal yang ditempuh maka perusahaan tidak punya kewajiban untuk membayar bunga ataupun pinjaman atau modal yang dimasukkan. Perusahaan hanya berkewajiban membayar pembagian keuntungan yang diperoleh (kalau perusahaan memperoleh keuntungan dan disepakati untuk dibagi), atau disebut juga dengan deviden.⁵⁸

Oleh karena itu dalam upaya pengembangan perusahaan sebenarnya mekanisme yang lebih menguntungkan adalah bentuk penyertaan modal. Walaupun demikian mekanisme ini tentu saja tidak mudah mengingat beberapa hal:

- 1) Keterbatasan dana yang dimiliki oleh pemegang saham. Oleh karena itu perusahaan harus menarik pihak lain agar bersedia ikut memberikan dana sebagai investor baru.
- 2) Minat investor baru. Masuknya investor baru sangat tergantung dari pertimbangan ekonomi yakni keuntungan yang diperoleh. Perusahaan itu prospektif dan punya reputasi baik akan mudah menarik investor baru, sebaliknya kalau perusahaan itu tidak mempunyai prospek yang begitu cerah tentu akan membuat enggan masuknya pemodal baru.
- 3) Masuknya dana masyarakat membutuhkan keterlibatan pemerintah dalam pengaturan sehingga membutuhkan prosedur dan syarat-syarat untuk

⁵⁸ *Ibid*, hal.42

memberikan perlindungan terhadap masyarakat serta memerlukan pertanggungjawaban terhadap publik

Dengan dasar pertimbangan tersebut, maka mekanisme penyertaan modal ini akan membutuhkan adanya kinerja perusahaan yang benar-benar baik dan prospektif serta tata cara dan persyaratan lain yang ditetapkan pemerintah.⁵⁹ Melalui mekanisme go publik perusahaan memperoleh peluang untuk memanfaatkan sebanyak-banyaknya dana dari masyarakat. Dengan di perolehnya status publik akan lebih mudah lagi bagi perusahaan itu untuk mendapatkan dana yang murah dari masyarakat dengan berbagai mekanisme menerbitkan saham baru, menjual obligasi, atau jenis efek lainnya. Dengan demikian pembentukan perusahaan publik pada dasarnya bertujuan untuk lebih memudahkan mendapatkan dana dari masyarakat secara cepat dan murah bagi perusahaan yang ingin mengembangkan diri.

1.2. Pentingnya Pasar Modal bagi Perusahaan Publik

Bagi sebuah negara dengan perekonomian yang telah maju atau moderen, pasar modal atau bursa efek merupakan suatu kebutuhan. Bahkan aktivitas pasar modal dapat menjadi salah satu indikator untuk melihat tingkat perkembangan dan kondisi perekonomian suatu negara. Perekonomian negara yang maju dan stabil dapat dilihat dari kondisi pasar modal yang berkembang dan dinamis, sebaliknya perekonomian negara yang tengah dilanda kelesuan dan resesi, juga tercermin dari aktivitas pasar modal yang tidak bergairah dan tidak stabil.

⁵⁹ Salah satu syarat untuk dapat listing di Bursa Efek adalah perusahaan yang membukukan laba dua tahun terakhir.

Sumantoro mencatat tiga fungsi pasar modal dalam pembiayaan dan bagi aktivitas perekonomian pada umumnya.⁶⁰

1. Menarik dana dari pemodal yang mengandung resiko yang dapat mengarah kepada spekulasi seperti pembelian tanah.
2. Memberikan sarana modal yang lebih luas melalui mobilisasi dana masyarakat yang semula tersebar.
3. Mengumpulkan dana-dana yang tadinya tersembunyi yang mungkin tidak dapat digunakan secara efisien.

Kebutuhan akan pasar modal secara moderen dapat dilihat dari dari dua sudut yakni dari segi makro dan mikro. Secara makro pasar modal yang berkembang akan melahirkan berbagai manfaat, yakni:

1. Membantu negara dalam penyediaan dana untuk kebutuhan pembangunan. Disadari bahwa kebutuhan dana untuk pembangunan sangat besar sekali sedangkan devisa negara sangat terbatas, dan itupun harus digunakan untuk kebutuhan rutin, sedangkan di pihak lain upaya untuk mendapat pinjaman dari negara lain atau lembaga keuangan internasional tidak mudah bahkan sangat sering dikaitkan dengan faktor non-ekonomi. Oleh karena itu masuknya dana melalui pasar modal akan sangat membantu suatu negara dalam pelaksanaan pembangunannya di berbagai sektor ekonomi.

2. Masuknya dana melalui pasar modal akan membuka kesempatan untuk mengembangkan sektor ekonomi yang selanjutnya akan berdampak bagi

⁶⁰ Sumantoro, *op cit.* Hal 29

peningkatan devisa negara melalui pengembangan berbagai bidang usaha dan terbukanya kesempatan kerja bagi masyarakat. Pasar Modal juga membuka kesempatan kerja bagi mereka yang terlibat dalam aktivitas pasar modal baik itu dalam bentuk perusahaan sekuritas ataupun perorangan yang terlibat secara profesional seperti pialang, mejer investasi, konsultan dan sebagainya.

3. Aktivitas pasar modal akan mengundang masuknya investor asing melalui pasar modal. Masuknya investor asing dapat berdampak luas dengan keterlibatan pihak asing sebagai pemegang saham atau pemilik perusahaan, mau tidak mau akan membuat mereka terlibat dalam pengelolaan perusahaan secara langsung atau tidak langsung. Keadaan ini tentu dapat berdampak positif dengan terjadinya sinergi baik itu dalam manajemen, teknologi atau kultur bisnis yang akan mereka bawa masuk ke dalam pengelolaan perusahaan.

4. Pasar modal dapat mengundang masyarakat luas untuk terlibat dalam dunia usaha baik secara langsung atau tidak. selanjutnya akan membuka kesempatan bagi masyarakat luas untuk mendapatkan keuntungan yakni melalui pembagian "dividen" ataupun melalui "capital gain". Pasar modal diharapkan menjadi salah satu sarana dalam peningkatan pemerataan hasil pembangunan.⁶¹

Secara mikro pasar modal akan sangat bermanfaat sekali bagi sebuah perusahaan. Dengan berkembangnya pasar modal akan lebih memudahkan suatu perusahaan untuk memperoleh dana secara cepat dan murah dari masyarakat untuk

⁶¹*Ibid*, hal.14

digunakan dalam rangka pengembangan usaha perusahaan tersebut.⁶² Maka mekanisme yang paling menguntungkan yang dapat dipilih adalah dengan menjual sahamnya di pasar modal, karena perusahaan tidak perlu lagi memikirkan tentang pembayaran bunga, pembayaran pinjaman atau agunan yang dibutuhkan.

Pasar modal memungkinkan keterlibatan masyarakat secara luas dan pemerintah dalam pengelolaan perusahaan, yang selanjutnya dapat melahirkan keterbukaan atau transparansi dalam pengelolaan perusahaan. Keterlibatan masyarakat secara luas tentu akan mendorong manajemen untuk selalu memperbaiki kinerjanya, karena akuntabilitas mereka sangat tergantung kepada kinerja perusahaan. Demikian pula ukuran keberhasilan perusahaan akan selalu ditentukan oleh nilai saham perusahaan yang bersangkutan.

Dapat disimpulkan bahwa di samping sebagai sarana untuk memperoleh dan mendapatkan dana secara cepat dan murah dari masyarakat, pasar modal sangat dibutuhkan untuk memacu perkembangan usaha dan kinerja suatu perusahaan publik. Bagi pemegang saham, pasar modal juga akan memudahkan mereka untuk keluar dan masuk perusahaan sesuai dengan kebutuhan dan pertimbangan yang mereka miliki, yakni dengan membeli atau menjual saham mereka anggap akan menguntungkan atau merugikan investasi mereka.

1.3. Konsekwensi Sebuah Perusahaan Publik

Bagi sebuah perusahaan status publik yang diperoleh akan melahirkan

⁶² Menurut Sri Redjeki Hartono, Bursa Efek sebagaimana bursa pada umumnya mempunyai fungsi sebagai media bertemunya permintaan dan penawaran. Dalam hal ini permintaan dan penawaran dana/modal. Lihat Sri Redjeki hartono, *op cit.* hal..53

konsekwensi atau tanggung jawab akibat status publik yang dicapai Konsekwensi yang timbul bagi sebuah perusahaan publik adalah konsekwensi juridis, ekonomis dan sosilogis. Secara juridis, sebuah perusahaan publik akan tunduk kepada ketentuan yang ditetapkan oleh pemerintah serta pelaksana bursa dalam rangka perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan. Pengaturan tersebut mulai dari rencana "*go public*" sampai pada pengangkatan direksi dan komisaris, perubahan Anggaran Dasar dan sebagainya. Sebuah perusahaan yang akan maupun yang sudah *go public* misalnya harus membuat prospektus dan laporan secara lengkap dan tranparan sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan bagi masyarakat luas untuk membeli atau menjual saham perusahaan yang bersangkutan. Semuanya itu tentu menuntut tingkat profesional yang tinggi dalam pengelolaan.

Secara ekonomis banyak kemanfaatan yang akan diperoleh bilaman sebuah perusahaan sudah menjadi perusahaan publik, misalnya kesempatan memperoleh dana dari masyarakat, kesempatan untuk pengembangan perusahaan secara horizontal dan vertikal, baik untuk peningkatan pasar dan menjamin tersedianya bahan baku. Hal itu kemudian akan bermuara kepada keuntungan atau profit yang akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut.

Dampak sosiologis yang akan diperoleh oleh sebuah perusahaan publik terutama sekali adalah perusahaan tersebut menjadi milik masyarakat sehingga akan melibatkan pengawasan yang luas dari masyarakat sekaligus akan mendapat dukungan yang luas dari masyarakat. Keterlibatan masyarakat luas membutuhkan pengelolaan perusahaan yang transparan dan sesuai dengan kemampuan

profesionalisme yang tinggi. Dukungan yang luas dari masyarakat serta juga pemerintah dapat menjadi keuntungan psikologis yang akan mendorong perusahaan untuk lebih berkembang. Namun semua itu harus tetap dalam kerangka keseimbangan berbagai kepentingan dengan titik berat kepada kemanfaatan bersama, kepentingan umum dan kepentingan ekonomi nasional⁶³

2. Aturan dan Tata Cara Go Publik

Setiap perusahaan yang berkeinginan untuk menjual sahamnya di pasar modal atau go publik harus terlebih dahulu memenuhi persyaratan dan tata cara yang ditetapkan berbagai peraturan yang berkaitan dengan pasar modal atau bursa efek. Pada dasarnya aturan tersebut dapat dibedakan atas dua jenis yaitu:

- 1) Peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah sebagai otoritas publik baik itu dalam tingkatan undang-undang, peraturan pemerintah dan keputusan Bapepam.
- 2) Peraturan yang dikeluarkan oleh pelaksana bursa yang di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Aturan-aturan itulah yang mendasari pelaksanaan pasar modal.

Dalam tingkat undang-undang, peraturan yang terpenting adalah UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal serta undang-undang terkait lainnya seperti Undang-Undang No.1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. Sedangkan dalam tingkat yang lebih rendah dari undang-undang cukup banyak peraturan yang telah dikeluarkan oleh pemerintah seperti Peraturan Pemerintah (PP) No.45 Tahun 1995

⁶³ *Ibid*, hal.59

tentang penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal sebagai salah satu peraturan pelaksana dari UU No.8 Tahun 1995. Peraturan yang dikeluarkan oleh pelaksana bursa ini sangat dinamis dan selalu berkembang sesuai dengan kebutuhan dunia usaha yang juga selalu berkembang.

2.1. Tahapan-Tahapan Untuk Go Publik

Selain persyaratan untuk go publik terdapat tahapan yang harus dilalui oleh sebuah perusahaan yang ingin melaksanakan go publik. Dalam tahapan-tahapan tersebut juga terdapat tata cara dan prosedur yang harus dipenuhi. Tahapan tersebut dapat dibedakan atas tiga bentuk yakni:

- 1) Tahapan persiapan,
- 2) Tahapan pendahuluan
- 3) Tahapan pelaksanaan.

2.1.1. Tahapan Persiapan

Tahap persiapan dalam proses go publik adalah langkah-langkah yang harus dilaksanakan oleh sebuah perusahaan yang berkeinginan untuk melaksanakan go publik.⁶⁴ Langkah ini masih bersifat internal khususnya manajemen perusahaan, artinya belum melibatkan pihak luar. Langkah ini dimulai dengan rencana dari pihak manajemen perusahaan untuk mencari dana melalui pasar modal. Rencana tersebut tentu harus disusun dengan matang, dengan dasar pertimbangan yang

⁶⁴ Erman Radjagukguk menyebutkan tiga tahapan dapat menjual sahamnya di pasar modal, yaitu fase permohonan izin go public, fase pasar perdana, dan fase pasar sekunder. Erman Radjagukguk, *Mekanisme Pasar Modal dan Persoalan-Persoalan Hukum yang Timbul*, Makalah, pada Penataran Hukum Ekonomi, Elips Project dan UI, Jakarta, 1995, hal.1

prospektif dan rasional serta memuat berbagai program dan sasaran yang hendak dicapai.

Langkah berikutnya adalah minta persetujuan dari RUPS. Bersamaan dengan permintaan persetujuan dari RUPS juga diajukan rencana Perubahan Anggaran Dasar dalam RUPS. Langkah ini memegang peranan penting karena belum tentu setiap rencana manajemen perusahaan akan mendapat persetujuan dalam RUPS. Disamping itu dalam RUPS juga akan terjadi berbagai persolan seperti pertentangan kepentingan yang membutuhkan langkah-langkah kompromis.

Di samping persiapan rencana go publik dalam tahap ini pihak manajemen juga harus menyiapkan berbagai dokumen baik itu berupa pembukuan, sertifikat hak-hak, serta kontrak dan perjanjian dengan pihak lain yang nantinya sangat dibutuhkan dalam tahapan berikutnya. Dalam tahapan ini manajemen perusahaan juga harus terlebih dahulu melakukan berbagai perbaikan baik dalam manajemen, atau bidang-bidang lainnya, sehingga akan mempermudah proses berikutnya.

Dalam tahapan persiapan ini manajemen perusahaan harus meyakini bahwa perusahaan telah memenuhi syarat secara internal untuk mengajukan pendaftaran ke Bapepam, yakni yakni;

- a) Laporan Keuangan perusahaan yang telah diperiksa akuntan publik yang terdaftar di Bapepam dengan mendapat wajar tanpa pengecualian untuk tahun buku terakhir.
- b) Saham yang dicatatkan sekurang-kurangnya 1 juta saham.
- c) Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 200.

- d) Wajib mencatat seluruh saham yang telah disetor penuh sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan tentang persentase pemilik saham oleh pemodal asing.
- e) Perusahaan telah beroperasi lebih dari tiga tahun
- f) Perusahaan memperoleh laba dalam dua tahun terakhir.
- g) Total kekayaan minimal Rp.20 milyar dengan modal sendiri minimal Rp.7,5 milyar dan telah disetor minimal Rp.2 milyar.
- h) Kapitalisasi saham yang telah disetor penuh minimal Rp.4 milyar.
- i) Dewan komisaris dan dewan direksi mempunyai reputasi baik.⁶⁵

2.1.2. Tahap Pendahuluan

Tahap pendahuluan merupakan langkah yang paling menentukan, karena langkah ini berkaitan berbagai persyaratan yang harus dipenuhi dan diajukan perusahaan bersangkutan dalam pendaftaran, namun tentu saja sebelumnya harus mendapat persetujuan dalam RUPS. Pada tahapan ini dilakukan penunjukan profesi penunjang dan lembaga penunjang yang sekaligus membantu untuk menyiapkan kelengkapan dokumen dan syarat-syarat, yang meliputi:⁶⁶

- a) Penunjukan Penjamin Emisi (underwriter) yang membantu perusahaan tersebut dalam proses emisi. Dalam tahapan ini perusahaan yang akan go publik atau disebut juga dengan Emiten mengadakan perjanjian dengan sebuah badan atau perusahaan lain yang akan menyelenggarakan proses emisi.

⁶⁵ Umar T. Laksana, *Konsekwensi Hukum Bagi Penerbit Saham di Bursa Efek*, Makalah pada Seminar Pasar Modal, FE. Undip, Semarang, 1998, hal.4-5

⁶⁶ Mengenai syarat-syarat pernyataan pendaftaran dapat dilihat dalam Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-50/ PM/ 1996, tanggal 17 januari 1996 (Peraturan No. IX.C)

- b) Penunjukan Akuntan Publik (auditor independen) untuk melakukan audit terhadap laporan keuangan emiten dalam dua tahun terakhir.
- c) Penunjukan Notaris untuk melakukan perubahan Anggaran Dasar dan membuat akta perjanjian yang berkaitan dengan penawaran umum dan catatan-catatan rapat.
- d) Penunjukan Konsultan Hukum untuk memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*) berkaitan dengan keabsahan berbagai dokumen yang dimiliki oleh perusahaan.
- e) Penunjukan Wali Amanat bila perusahaan akan mengeluarkan obligasi.
- f) Penunjukan Penanggung (Trustee), dalam hal perusahaan akan mengeluarkan obligasi.
- g) Perjanjian dengan Biro Administrasi Efek sebagai pihak yang akan mencatatkan kepemilikan dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek.
- h) Penjaminan dengan Penitipan Harta (custodian).

Sedangkan dokumen yang harus dilengkapi adalah:

- a) surat pernyataan pendaftaran;
- b) prospektus final;
- c) prospektus ringkas;
- d) iklan, brosur dan edaran;
- e) rencana jadwal emisi;
- f) konsep surat edaran;
- g) Laporan surat keuangan;
- h) Rencana penggunaan dana;

- i) *Legal audit dan legal opinion;*
- j) Riwayat hidup komisaris.

Setelah semua syarat tersebut dipenuhi maka bersama dengan surat pengantar pernyataan pendaftaran diserahkan ke Bapepam. Pernyataan pendaftaran tersebut harus sesuai dengan peraturan yang dikeluarkan Bapepam yakni: Peraturan No. IX. B1. lampiran Keputusan Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-28/PM/1994 tanggal 7 September 1994 tentang Pedoman, Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum, Peraturan No.IX.B1.1 lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-28/PM/1994 tanggal 7 September 1994 tentang Surat Pengantar Untuk Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum, peraturan No.IX.A.1. Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-43/PM/1991 tanggal 7 Juli 1991 tentang Ketentuan Umum. Pengajuan Pernyataan Pendaftaran. Peraturan di bidang ini fleksibel sesuai dengan perkembangan dan kebutuhan.⁶⁷

Dengan masuknya dokumem-dokumen tersebut ke Bapepam, maka Bapepam kemudian akan melakukan hal-hal seperti:

- a) Penelaahan terhadap kelengkapan dokumen emiten
- b) Mengirim kuisioner
- c) Melakukan dengar pendapat terbatas
- d) Meminta perubahan dan atau tambahan informasi dari emiten.

⁶⁷ D. Cyril Noerhadi, *Pencatatan dan Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta*, makalah pada Seminar Pasar Modal, FE UNDIP, Semarang, 1998, hal.5

- e) Menanggapi dalam waktu 45 hari sejak diterimanya pernyataan pendaftaran secara lengkap atau pada tanggal yang lebih awal jika dinyatakan efektif oleh Bapepam.

Dalam masa penelaahan syarat-syarat yang diajukan calon Emiten ini, perusahaan tersebut disebut berada dalam masa tunggu. Dalam masa tunggu ini belum boleh dilakukan melakukan penawaran umum. Namun di sebagian negara dalam masa tunggu perusahaan yang bersangkutan dimungkinkan melakukan penawaran untuk menjual efek yang dikeluarkan, namun tidak dalam bentuk tertulis.⁶⁸

2.1.3. Tahap Pelaksanaan

Pernyataan pendaftaran akan menjadi efektif dalam waktu 45 hari setelah pernyataan pendaftaran diterima oleh Bapepam. Dengan efektifnya pernyataan pendaftaran, maka secara hukum emiten sudah dapat melakukan melakukan pencatatan (*listing*) dan penjualan sahamnya di bursa efek kepada masyarakat. Walaupun demikian setelah pendaftaran efektif, Emiten tidak dapat langsung melakukan penjualan sahamnya melalui Bursa Efek, melainkan sebelumnya melakukan kepada umum melalui Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering*), atau disebut juga dengan IPO. Dengan demikian penjualan saham Emiten dapat dibedakan atas:

- 1) Penawaran Umum Perdana yang disebut juga dengan Pasar Perdana (*Primary market*).

⁶⁸ Erman Radjagukguk, *op cit.* hal. 5

- 2) Penjualan saham melalui bursa efek atau disebut juga dengan Pasar Sekunder (*Secondary Market*).

2.2. Pasar Perdana

Emiten baru dapat melakukan penawaran umum atau IPO setelah pendaftaran dinyatakan efektif oleh Bapepam. Penawaran umum ini untuk pertama kalinya dilakukan melalui penawaran langsung kepada publik, atau disebut juga dengan pasar perdana. Melalui pasar perdana ini masyarakat baik melalui lembaga atau perorangan akan memperoleh saham melalui pemesanan dan penjatahan.⁶⁹ Semua pelaksanaan penawaran perdana ini dilakukan oleh penjamin emisi. Pasar perdana merupakan tahapan yang penting bagi Emiten, karena dari penawaran perdana ini Emiten dapat melihat minat investor terhadap saham perusahaan mereka. Keberhasilan penawaran umum ini tentu saja sangat tergantung dari usaha Emiten dan pihak terkait terutama Penjamin Emisi dalam mempromosikan saham perusahaan mereka kepada masyarakat.

Dalam penawaran ini biasanya terjalin hubungan antara Emiten dengan Penjamin Emisi. Perjanjian itu pada prinsipnya adalah jaminan dari Penjamin Emisi untuk menjual saham Emiten kepada masyarakat.⁷⁰ Bila perjanjian itu berbentuk *full commitment* maka penjamin akan membeli semua sisa saham yang tidak diserap pasar.

⁶⁹ Penawaran umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten kepada masyarakat. Pasal 1 butir 1 Undang-Undang No.8 tahun 1995

⁷⁰ Hubungan antara emiten dan penjamin emisi dapat berbentuk *full commitmen* dan *partial commitmen*. Lihat Marzuki Usman, *ABC Pasar Modal*, Jakarta, IIB-ISEI, 1994, hal.38.

Tahapan selanjutnya dalam pasar perdana ini adalah pencatatan saham di bursa efek.⁷¹ Pencatatan ini dimaksudkan untuk mengetahui dan semua saham yang akan diperdagangkan di bursa efek agar perpindahan saham saham selanjutnya dapat diketahui. Dengan pencatatan tersebut maka secara resmi saham Emiten sudah dapat diperdagangkan di bursa efek. Untuk pencatatan ini bursa efek juga menetapkan syarat-syarat, tata cara yang harus dipenuhi, tergantung dari bursa efek masing-masing. Setelah pencatatan tersebut maka saham Emiten selanjutnya dapat diperdagangkan di bursa efek. Tahap perdagangan ini disebut dengan pasar sekunder.

2.3. Pasar Sekunder

Dengan telah dicatatkannya saham Emiten di bursa efek maka selanjutnya perdagangan saham tersebut akan berjalan sesuai dengan mekanisme pasar dan hukum pasar. Namun demikian bukan berarti setelah itu tugas Emiten telah selesai dan lepas tangan terhadap perdagangan saham perusahaan tersebut di bursa.⁷² Pada prinsipnya investor sepenuhnya bertanggung jawab terhadap pilihan mereka sendiri yakni untuk membeli atau menjual sahamnya, sehingga kerugian atau untung sepenuhnya ditanggung masing-masing pihak. Namun emiten harus tetap berupaya meningkatkan kinerja perusahaannya, sehingga harga saham dapat meningkat. Di samping itu dalam pasar sekunder ini Emiten harus tetap menyampaikan

⁷¹ Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Pasal 1 butir 4 Undang-Undang No.8 tahun 1995

⁷² Menurut Sri Redjeki Hartono, tanggung jawab emiten pada pasar sekunder merupakan pengujian terhadap informasi formal yang sudah disampaikan emiten. Sri Redjeki Hartono, *op cit.* hal. 57

berbagai fakta material yang berkaitan dengan perusahaan sesuai dengan prinsip-prinsip transparansi.

Emiten khususnya manajemen perusahaan sangat berkepentingan terhadap harga saham yang tinggi sebagai wujud tanggung jawab profesionalisme mereka terhadap pemegang saham. Kalau harga saham emiten jatuh maka yang akan rugi tentu saja tidak hanya investor publik, melainkan juga perusahaan sendiri, karena dengan semakin rendahnya harga saham akan menurunkan nilai ekuitas perusahaan dan hal itu akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya.

Harga saham dalam pasar sekunder tidak semata-mata ditentukan oleh kinerja perusahaan, melainkan banyak dipengaruhi faktor eksternal perusahaan atau faktor non-ekonomi lainnya, seperti faktor moneter, politik, sosial dan keamanan negara. Akibatnya, terjadinya gangguan keamanan misalnya dapat menurunkan harga saham. Walaupun demikian dalam kondisi normal artinya tidak terjadi gangguan terhadap faktor sosial, politik dan keamanan maka kinerja perusahaan sangat menentukan naik turunnya harga saham.

3. Tinjauan Umum Tentang Restrukturisasi Perusahaan Publik

3.1. Restrukturisasi Perusahaan Pada Umumnya

Sebuah perusahaan sebagai sebuah institusi pada dasarnya tidak berbeda dengan manusia, yakni mengalami masa kelahiran pertumbuhan, perkembangan, masa surut dan mungkin akan berakhir atau bubar. Perusahaan juga melakukan berbagai kegiatan seperti pengembangan atau perluasan usaha, perampingan

manajemen, atau melakukan pembatasan aktivitasnya dalam bidang tertentu saja. Semua itu dilakukan tentu saja dengan didasari oleh pertimbangan ekonomis dan manajerial.

Untuk mencapai semua itu perusahaan harus melakukan upaya yang biasanya disebut dengan restrukturisasi. Dalam pengertian yang luas atau dari sudut pandang ekonomi restrukturisasi dapat diartikan sebagai tindakan untuk meningkatkan efisiensi dan produktivitas perusahaan melalui perubahan status hukum, pembenahan organisasi dan kepemilikan saham. Sedangkan dalam pengertian yang lebih sempit, atau dari segi hukum, restrukturisasi meliputi perbuatan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan perusahaan (Merger, Konsolidasi dan Akuisisi). Dengan demikian tujuan restrukturisasi pada dasarnya adalah efisiensi dan peningkatan produktivitas. Walaupun restrukturisasi mempunyai tujuan positif, namun juga terdapat beberapa dampak yang harus dicermati, yakni:⁷³

- 1) Timbulnya persaingan tidak sehat
- 2) Ancaman terhadap hak pemegang saham minoritas
- 3) Kehilangan kesempatan kerja bagi karyawan perusahaan
- 4) Timbulnya monopoli dalam bidang usaha tertentu.

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield dan Jeffry F Jaffe dalam bukunya "*Corporate Finance*" mengemukakan beberapa manfaat dari

⁷³ Abdul kadir Muhammad, *op cit.* hal.93

restrukturisasi yakni:⁷⁴

- 1) Adanya sinergi antara perusahaan yang bergabung,
- 2) Semakin kokohnya sumber keuangan.
- 3) Posisi pasar yang lebih baik
- 4) Penghematan biaya jangka pendek
- 5) Berkurangnya duplikasi berbagai proses produksi

Restrukturisasi perusahaan dapat dilakukan dalam situasi positif ataupun negatif.⁷⁵ Dalam situasi positif misalnya sebuah perusahaan yang terus berkembang dan selalu untung ingin lebih memastikan penyediaan bahan baku, dapat melakukan penggabungan atau merger dengan perusahaan yang menyediakan bahan baku. Dalam situasi negatif misalnya sebuah perusahaan yang merugi dapat merger dengan perusahaan lain untuk memperkuat permodalan. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa restrukturisasi perusahaan pada dasarnya merupakan suatu kebutuhan dalam dunia usaha, sebagai sarana pengembangan atau untuk menghindari dari keambrokan suatu usaha.

Restrukturisasi perusahaan sebenarnya dapat dibedakan atas beberapa bentuk yakni:

- 1). Restrukturisasi Organisasi atau manajerial
- 2). Restrukturisasi Permodalan
- 3). Restrukturisasi bidang usaha.

⁷⁴ Marulak Pardede, *Aspek-Aspek Hukum Pelaksanaan Restrukturisasi Perbankan*, dalam *Majalah Hukum Nasional*. Badan Pembinaan Hukum Nasional, Desember, 2000, hal. 147

⁷⁵ Sri Redjeki Hartono, *Op cit* hal.39

Restrukturisasi secara organisasi atau manajerial sebenarnya hanya ditujukan kepada manajemen perusahaan dengan tujuan untuk menciptakan manajemen yang lebih efektif dan efisien. Hal ini biasanya dapat dilakukan secara internal perusahaan tanpa keterlibatan pihak asing. Berangkat dari pengertian yang ada restrukturisasi dalam pengertian luas dapat dibedakan atas restrukturisasi organisasi, perubahan status hukum dan kepemilikan saham. Restruktursasi organisasi misalnya dapat dilakukan dengan perampingan organisasi dan rasionalisasi karyawan.

Restrukturisasi permodalan biasanya ditujukan untuk menambah atau memperbesar modal perusahaan atau untuk mengatasi persoalan permodalan atau dengan tujuan untuk pengembangan usaha, perluasan pasar, menjamin tersedianya bahan baku dan sebagainya.⁷⁶ Restrukturisi seperti ini tidak dapat dilakukan secara internal melainkan melibatkan pihak lain. Restrukturisasi utang dan permodalan ini dapat dibedakan dalam berbagai langkah yakni:⁷⁷

- a) Melakukan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan. Mengingat Indonesia tengah mengalami krisis, maka banyak perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Dalam upaya mengatasi hal tersebut pemerintah telah mengeluarkan beberapa kebijakan dalam masalah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan ini, seperti penawaran tender (*tender offer*).

⁷⁶ Untuk mengatasi kesulitan keuangan perusahaan, dalam melakukan restrukturisasi khususnya dengan kreditor, pemerintah telah membentuk INDRA (*Indonesia Debt Restructuring Agency*), sebuah lembaga sebagai fasilitator dan mediator antara pengusaha dan krediturnya.

⁷⁷ I Nyoman Tjager, *Fasilitas Baru Bagi Emiten yang Melakukan Restrukturisasi Utang dan Modal*, dalam PPH News Letter, No. 35/IX Desember 1998, hal.9-10

- b) Negosiasi langsung dengan kreditur yang bertujuan agar kreditur bersedia memberikan perpanjangan waktu pembayaran utang, konversi utang ke dalam instrumen ekuitas, atau menerima pelunasan sebagian utang.
- c) Pengeluaran saham baru (*right issue*). Tindakan ini dapat dilakukan dengan selisih penilaian kembali (reevaluasi) aktiva tetap atau konversi utang menjadi saham atau penambahan utang oleh pihak ketiga.⁷⁸

Restrukturisasi status hukum dapat dilakukan misalnya dengan melakukan perubahan kepemilikan dan badan hukum dari perusahaan yang ada sehingga terjadi perubahan kepemilikan saham dan atau perusahaan yang bersangkutan. Restrukturisasi ini dapat dilakukan dengan pembelian tunai, penggabungan perusahaan dan sebagainya. Dalam praktek seringkali jenis restrukturisasi ini dilaksanakan sekaligus misalnya melakukan penggabungan sekaligus bersamaan dengan menyatukan bidang usaha. Adakalanya restrukturisasi dilakukan secara bertahap, misalnya terlebih dahulu melakukan perombakan manajemen dan organisasi, baru diikuti dengan penambahan modal atau pengembangan bidang usaha.

3.2. Urgensi Restrukturisasi Perusahaan Publik

Perusahaan publik sebagai suatu perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat luas tentu saja selalu ingin lebih baik dan berkembang, sehingga mendorong pihak manajemen untuk mencari berbagai strategi dan peluang untuk mengembangkan usaha. Demikian harga saham perusahaan yang bersangkutan tetap tinggi di pasar

⁷⁸ Keputusan Menteri Keuangan No.384/KMK.04/1998 tanggal 14 Agustus 1994 memberi kesempatan kepada perusahaan untuk melakukan penilaian kembali aktiva perusahaan berdasarkan nilai pasar atau nilai wajar. Bapepam juga mengeluarkan peraturan No.IX.D.4 yang memungkinkan perusahaan mengeluarkan saham tanpa hak memesan terlebih dahulu.

dan keuntungan yang dihasilkan akan lebih besar. Oleh sebab itu restrukturisasi akan menjadi sangat urgen bagi perusahaan publik. Walaupun demikian bagi perusahaan publik restrukturisasi bukanlah persoalan yang mudah karena kepemilikan saham yang menyebar, sehingga adakalanya tidak terdapat pihak yang dominan yang dapat menentukan jalannya perusahaan. Dalam keadaan demikian akan selalu terdapat kemungkinan terjadinya pertentangan kepentingan sehingga kesepakatan restrukturisasi sulit dicapai.

Restrukturisasi yang didasari oleh pertimbangan yang logis, rasional dan pertimbangan ekonomis yang matang akan mudah mendapat dukungan dari pemegang saham. Karenanya, setiap langkah perusahaan termasuk restrukturisasi tentu harus dilakukan secara transparan, dengan tidak mengabaikan kepentingan pihak tertentu seperti pemegang saham minoritas. Walaupun sebenarnya forum RUPS merupakan forum pertanggungjawaban terhadap pemegang saham namun adakalanya forum tersebut belum dapat melindungi kepentingan pemegang saham terutama sekali pemegang saham minoritas. Oleh karena itu restrukturisasi harus benar-benar didasari oleh pertimbangan yang menguntungkan dan mendapat persetujuan dari sebagian besar pemegang saham.

Dalam perjalanannya hidupnya sebuah perusahaan ada kalanya mengalami pasang surut, sehingga mengalami berbagai kesulitan seperti dalam krisis ekonomi yang melanda Indonesia sejak beberapa tahun belakangan. Kondisi itu telah memaksa suatu perusahaan publik untuk mengambil langkah-langkah pengamanan atau perbaikan. Hal itu dapat dilakukan dengan restrukturisasi. Dengan

penggabungan misalnya beberapa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dapat menyatukan kekuatan mereka sehingga dapat mengatasi masalah keuangan.⁷⁹

Sebuah perusahaan publik selalu membutuhkan kinerja yang baik, karena adanya transparansi akan selalu memudahkan pasar untuk mengetahui kondisi riil perusahaan. Bila terjadi penurunan kinerja akan cepat direspon pasar dengan penurunan minat investor dan penurunan harga pasar. Oleh sebab itu setiap kali terjadi penurunan kinerja perusahaan selalu menuntut tindakan yang cepat dari

Pihak manajemen untuk melaksanakan perbaikan-perbaikan. Perbaikan-perbaikan itu dapat dilakukan dengan melaksanakan berbagai langkah restrukturisasi.

3.3. Langkah-Langkah Restrukturisasi Perusahaan Publik

Mengingat restrukturisasi merupakan langkah strategis yang berkaitan dengan banyak aspek seperti pemegang saham, karyawan, kreditur dan sebagainya maka sudah sepantasnya masalah tersebut diatur dengan baik dalam perundang-undangan.⁸⁰ Ketentuan tentang restrukturisasi perusahaan diatur dalam UU No. 1 Tahun 1995 khususnya berkaitan dengan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan. Khususnya untuk perusahaan publik langkah yang ditempuh juga harus sesuai dengan aturan yang ditetapkan dalam UU No.8 Tahun 1995.

⁷⁹ Munir Fuady, *Hukum Bisnis, Buku I, op cit*, hal.35

⁸⁰ Menurut Emmy Pangaribuan Sumandjuntak, langkah restrukturisasi disamping dapat berpengaruh terhadap berbagai pihak, yakni para kreditur, pemegang saham minoritas, dan terhadap buruh atau karyawan, *op. cit.* hal 53

Mengingat Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan, dapat mengakibatkan terjadinya pemusatan ekonomi dan persaingan usaha tidak sehat maka langkah yang ditempuh juga harus memperhatikan UU No.5 tahun 1999 tentang Larangan Praktek Monopoli dan Persaingan Tidak Sehat. Di samping itu untuk sektor tertetnu, seperti di bidang perbankan berlaku aturan sendiri yakni U U No.4 Tahun 1998 tentang Perbankan

- a) Secara umum restrukturisasi perusahaan publik diatur dalam UU No.1 tahun 1995 dan peraturan pelaksanaanya yakni PP No.27 tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas.

Langkah langkah restrukturisasi tersebut diatur dalam Bab VII Pasal 102-109 UU No. 1 Tahun 1995 dan secara lebih rinci diatur dalam PP No.27 Tahun 1998. Kedua ketentuan ini pada dasarnya mengatur antara lain:

- 1) Pengertian dan batasan masing-masing tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan
- 2) Tatacara, prosedur dan syarat serta akibat yang timbul dengan adanya penggabungan, peleburan dan engambilalihan perusahaan publik
- 3) Sitem perlindungan terhadap pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap perseroan yang melakukan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.

Langkah Langkah yang harus ditempuh dalam restrukturisasi adalah:

1. Rencana restrukturisasi yang dituangkan dalam rancangan restrukturisasi. Untuk perbuatan penggabungan dan eleburan dalam rancangan penggabungan dan peleburan disusun bersama oleh direksi perusahaan yang akan melakukan penggabungan atau peleburan (pasal 102 UU No. 1 Tahun 1995). Rancangan ini memuat antara lain:

- a) nama masing-masing perusahaan
- b) alasan melakukan penggabungan dan peleburan
- c) tata cara konversi saham
- d) neraca, perhitungan rugi laba tiga tahun terakhir masing-masing pihak
- e) hal-hal lain yang perlu diketahui pemegang saham

Dalam pengambilalihan, aturan tentang rancangan dapat dibedakan antara pengambilalihan yang dilakukan oleh perseroan dan perorangan. Untuk perseroan, rancangan disusun oleh direksi perseroan yang akan mengambil alih dan yang akan diambil alih yang memuat:

- a) nama perseroan yang mengambil alih dan diambil alih atau nama perseroan yang akan mengambil alih dan nama badan hukum perusahaan yang akan mengambil alih;
- b) alasan serta penjelasan direksi pengambilalihan dan tata cara pengambilalihan. (Pasal 103 ayat (2) dan (3) UU No.1 Tahun 1995).

Bila pengambilalihannya dilakukan oleh perorangan, maka rancangan disusun oleh direksi perusahaan yang akan diambil alih dan orang yang akan mengambil alih. Rancangan itu memuat sekurang-kurangnya:

- a) nama perseroan yang akan diambil alih dan orang yang akan mengambil alih;
- b) alasan dan penjelasan direksi perseroan yang akan diambil alih dan tata cara pengambilalihan.

2. Tahap Persetujuan RUPS

Rencana restrukturisasi harus mendapat persetujuan dari RUPS perusahaan masing-masing pihak, disertai dengan permohonan perubahan Anggaran Dasar karena perbuatan ini sangat urgen bagi pemegang saham. (Pasal 102 ayat (3), 103 ayat (3b), (4b) dan pasal 105 UU No.1 Tahun 1995).

3. Tahap Pengesahan Menteri Kehakiman⁸¹

Untuk penggabungan yang diikuti dengan perubahan Anggaran Dasar harus mendapat persetujuan dari Menteri Kehakiman seperti yang diatur dalam pasal 106 ayat (1) UU No. Tahun 1995. Sedangkan untuk Pengambilalihan cukup dilaporkan kepada Menteri Kehakiman.

4. Tahap Pengumuman hasil restrukturisasi kepada masyarakat melalui media massa. Pengumuman hasil penggabungan dan peleburan atau Pengambilalihan dilakukan dalam sekurang-kurangnya dua surat kabar harian paling lambat 30 hari sejak penggabungan, peleburan dan pengambilalihan itu dilakukan (Pasal 108 UU No.1 Tahun 1995).

⁸¹ Dengan berubahnya Departemen Kehakiman menjadi Departemen Kehakiman dan Hak Asasi Manusia, maka untuk selanjutnya Menteri Kehakiman berarti Menteri kehakiman dan Hak Asasi Manusia.

B. Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

1. Penggabungan

1.1. Pengertian Penggabungan Perusahaan Publik

Dalam dunia usaha penggabungan sebenarnya telah lama di praktekkan. Walaupun demikian istilah tersebut baru dikemukakan dalam UU No.1 Tahun 1995. Hal ini mengacu kepada praktek merger yang sudah dikenal di negara-negara lain. Landasan juridis yang pertama yang mengatur penggabungan atau disebut juga dengan istilah merger adalah Keputusan Menteri Keuangan No.637/KMK.04/1994 tanggal 19 Desember 1994 yang tentang Pedoman Merger, Akuisisi dan Konsolidasi Perusahaan Perbankan. Dalam Pasal 1 angka 2 keputusan tersebut dikemukakan bahwa merger adalah:

“Penggabungan dari dua perusahaan atau lebih dengan tata cara tetap mempertahankan berdirinya salah satu perusahaan, sedangkan perusahaan lainnya dilikuidasikan kedalam perusahaan yang baru tersebut.

Selanjutnya dalam Black's Law Dictionary, penggabungan yang dalam Bahasa Inggrisnya dikenal dengan merger dikemukakan sebagai: *An Amalgamation of two corporations pursuant to statutory provision in which one of the corporation survives and the other disappears.*⁸² Terjemahan bebasnya adalah: Penggabungan dari dua perusahaan berdasarkan aturan hukum dimana satu dari perusahaan itu dipertahankan berdirinya sedangkan yang lainnya dibubarkan.

⁸² Hendry Campbell Balck. *Op cit.* hal.891

Abdul Kadir Muhammad⁸³ mengemukakan bahwa penggabungan adalah penyatuan dua perseroan atau lebih dengan cara tetap mempertahankan berdirinya salah satu perseroan dan membubarkan perseroan yang lainnya.

Sebagai suatu perbuatan hukum yang didasari oleh pertimbangan ekonomis, penggabungan mempunyai tujuan yang lebih luas dari pada sekedar keuntungan finansial semata. Mas'ud Machfoed mengemukakan beberapa manfaat dari penggabungan yakni:

- 1) Pemanfaatan asset yang lebih efisien dalam suatu perusahaan
- 2) Integrasi usaha yang dapat mengakibatkan biaya produksi lebih rendah
- 3) Peningkatan profesionalisme manajemen
- 4) Sinergi berbagai keunggulan finansial dan ekonomis yang dimiliki oleh perusahaan yang akan bergabung.⁸⁴

Bila dihubungkan dengan perusahaan publik, maka yang dimaksud dengan penggabungan perusahaan publik bukan hanya dalam artian dua atau lebih perusahaan publik akan bergabung, melainkan termasuk juga bilamana sebuah perusahaan publik akan diambil alih sebuah perusahaan yang lain yang bukan publik untuk kemudian digabungkan dengan perusahaan publik yang bersangkutan. Termasuk juga dalam pengertian ini bilamana sebuah perusahaan publik ingin diambil alih oleh orang perorangan atau perusahaan lain yang tidak publik dan

⁸³ Abdul Kadir Muhammad, *Op cit.* Hal.85

⁸⁴ Mas'ud Machfoed, *Undang-Undang Perseroan 1995 dan Perlindungan Minoritas dari Praktek Bisnis (Pasar Moal) Yang Tidak Sehat.* Makalah Pada Seminar Nasional Undang-Undang Perseroan Terbatas, Yogyakarta, UGM, September 1995, hal.10

kemudian untuk digabungkan dengan perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian pengertian penggabungan perusahaan publik meliputi:

1. Dua atau lebih perusahaan publik akan bergabung
2. Perusahaan publik akan digabungkan dengan perusahaan bukan publik (perusahaan bukan publik yang aktif)
3. Perusahaan bukan publik akan digabungkan dengan perusahaan publik (perusahaan publik yang aktif).

Berbeda dengan penggabungan perusahaan tertutup, penggabungan perusahaan publik mempunyai implikasi yang lebih luas. Hal itu disebabkan menyebarnya kepemilikan saham pada perusahaan publik, sehingga mempunyai dampak yang lebih luas.

1.2. Bentuk-Bentuk Penggabungan Perusahaan Publik

Bentuk-bentuk penggabungan perusahaan publik pada dasarnya sama dengan penggabungan perusahaan bukan publik, atau perusahaan tertutup. Hanya saja terdapat perbedaan dalam dampak dan konsekuensi terhadap masyarakat secara luas. Dalam praktek dikenal berbagai bentuk dari penggabungan yang dibedakan atas berbagai sudut pandang.

1. Dari segi metode yang digunakan.

Emmy Pangaribuan⁸⁵ yang menggunakan istilah fusi membedakan tiga bentuk macam penggabungan:

- a) fusi perusahaan
- b) fusi saham

⁸⁵ Emmy Pangaribuan Simandjuntak, op. cit. hal. 12.

c) fusi juridis

- a.d. a. Fusi perusahaan terjadi bilamana satu perusahaan mengambil alih satu perusahaan lainnya. Misalnya perusahaan A membeli perusahaan lainnya sehingga keseluruhan perusahaan tersebut (bukan hanya sebagian sahamnya) melainkan juga manajemennya berada di bawah pengendalian perusahaan lainnya.
- ad. b. Fusi saham terjadi bilamana sebuah perusahaan mengambil alih saham perusahaan lainnya, baik itu dilakukan secara tunai ataupun dengan penyerahan saham-saham perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian pengendalian perusahaan yang diambil alih tetap berada pada perusahaan tersebut, baik itu aktiva dan pasiva serta manajemen perusahaan tersebut.
- a.d. c. Fusi juridis terjadi bilamana dalam penggabungan dua atau lebih perusahaan dilaksanakan pemindahan seluruh asset perusahaan yang diambil alih kemudian diikuti dengan peleburan, sehingga secara hukum hanya terdapat satu perusahaan.

2. Dari segi bidang usaha penggabungan dibedakan atas:

- a. penggabungan *horizontal*
- b. penggabungan *vertikal*.

ad.a. Penggabungan horinzontal terjadi apabila dua perusahaan yang mempunyai dua bidang usaha yang nyaris sama atau berbeda sama sekali mengadakan penggabungan. Misalnya sebuah bank mengadakan penggabungan dengan bank lainnya, atau sebuah bank bergabung dengan perusahaan di bidang

pertanian. Penggabungan dua bidang usaha yang sama ini pada dasarnya bertujuan untuk memperluas kapasitas usaha dan mengurangi pesaing sehingga akan dapat lebih memperluas pangsa pasar dan memperkecil pesaing. Sedangkan bila penggabungan itu antara perusahaan yang berbeda sama sekali tujuannya tidak lain adalah untuk diversifikasi bidang usaha.⁸⁶

ad.b. Penggabungan vertikal terjadi dua perusahaan yang mempunyai bidang usaha yang berbeda tapi masih mempunyai keterkaitan mengadakan penggabungan. Keterkaitannya adalah dalam proses produksi seperti antara dua perusahaan industri hilir dan hulu, atau perusahaan pemrosesan bahan baku dengan perusahaan pembuatan barang jadi. Penggabungan ini pada dasarnya bertujuan untuk mempermudah dan memperlancar proses produksi dan mengurangi biaya produksi.⁸⁷

3. Dari segi cara pembayaran

Sudut pandang ini membedakan dua bentuk pembayaran yakni:

- a. pembayaran dengan saham (*stock type*)
- b. pembayaran langsung (*sale type*).⁸⁸

⁸⁶ Minimal terdapat terdapat dua karakteristik dari penggabungan horizontal, yakni a) produk yang sama, sehingga mempunyai kekuasaan pasar (*market power*) yang besar dan b) pemasaran terhadap produk dilakukan pada wilayah yang sama. Hikmahanto Juwana, *Merger, Konsolidasi dan Akuisisi, dalam Perspektif Hukum Persaingan Usaha dan UU No.5/ 1959* dalam PPH News Letter No.38/X/September, 1999, hal.6

⁸⁷ Penggabungan vertikal membawa konsekwensi: a) adanya perlakuan istimewa dari satu perusahaan yang melakukan penggabungan terhadap suatu perusahaan dari sejumlah perusahaan di pasar tertentu dan b) adanya kemungkinan kedudukan perusahaan yang satu lebih tinggi dari satu perusahaan (yang digabung) dibanding perusahaan sejenis pada pasar tertentu. *Ibid.*

⁸⁸ Steven Emanuel, *Op cit.* hal.290

- ad. a. Pembayaran dengan saham ini dilakukan dengan penyerahan saham perusahaan yang tetap bertahan sehingga perusahaan atau pemegang saham lainnya otomatis akan menjadi pemegang saham perusahaan yang dipertahankan.
- ab. b. Pembayaran dengan tipe penjualan dilakukan dengan pembelian langsung saham terhadap perusahaan yang akan digabung. Dalam keadaan seperti ini perusahaan atau pemegang saham dari perusahaan yang digabungkan menerima uang tunai sebagai pembayaran saham-sahamnya sesuai dengan harga yang disepakati. Dengan demikian pemegang saham yang bersangkutan tidak lagi menjadi pemegang saham pada perusahaan yang bersangkutan.⁸⁹

1.3. Implikasi dan Konsekuensi Hukum dari Penggabungan Perusahaan Publik.

Penggabungan sebagai suatu perbuatan hukum yang dilandasi oleh pertimbangan-pertimbangan strategis dan ekonomis akan melahirkan berbagai implikasi dan konsekuensi yang tidak hanya akan berdampak terhadap perusahaan melainkan juga terhadap pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas, karyawan, pihak ketiga lainnya seperti kreditor dan juga terhadap negara.

Mengingat banyaknya persoalan yang berkaitan dengan penggabungan, beralasan kalau banyak persyaratan dan prosedur yang harus dipenuhi. Dengan alasan dan pertimbangan di atas, wajar bila pemerintah membuat berbagai aturan

⁸⁹ Sebenarnya dalam praktek terdapat banyak bentuk atau model merger yang dilakukan dalam dunia bisnis. Uraian lebih rinci dapat dilihat dalam Steven Emanuel, *op cit.* hal .290-325

sehingga penggabungan tidak hanya akan melahirkan keuntungan dalam jangka pendek dan terhadap orang-orang tertentu, melainkan juga sebagai langkah strategis dan melahirkan kemamfaatan yang lebih luas. Penggabungan dapat melahirkan berbagai implikasi dan konsekwensi yakni:

- 1) Dari segi strategis dan langkah pengembangan. Dengan penggabungan diharapkan bahwa suatu perusahaan akan lebih berkembang setelah terjadinya penggabungan. Perkembangan bisa dalam bentuk perluasan pasar, efisiensi dan rasionalitas, perluasan bidang usaha, dan sebagainya. Oleh sebab itu pertimbangan dan kajian untuk melakukan penggabungan tentu saja harus dilakukan secara matang. Pengabungan dengan pertimbangan jangka pendek, misalnya membeli perusahaan yang berharga murah tanpa melihat prospeknya, tentu akan sangat merugikan.
- 2) Semakin besarnya skala perusahaan atau bidang usaha. Perluasan bidang usaha membutuhkan peningkatan kapasitas dan kapabilitas manajemen perusahaan.. Tanpa dukungan yang setara dengan peningkatan kemampuan manajemen tentu dapat menimbulkan kesulitan dalam pengelolaan perusahaan. Perusahaan perbankan yang bergabung dengan usaha industri misalnya tentu membutuhkan keahlian bidang industri.
- 3) Penggabungan dapat menimbulkan kerugian bagi pemegang saham minoritas, khususnya dalam penetapan harga saham. Misalnya kesepakatan yang dicapai menetapkan harga saham atau asset yang tidak sesuai dengan harga pasar. Oleh karena itu pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas harus

mencermati sebaik mungkin pelaksanaannya. Terjadinya rasionalisasi atau pengurangan karyawan, dapat mengakibatkan terjadinya pemutusan hubungan kerja dengan karyawan. Persolan ini akan melahirkan persoalan baru seperti protes karyawan sampai pemogokan. Oleh karena itu rasionalisasi harus memperhatikan nasib karyawan serta kepentingan perusahaan.⁹⁰

- 4) Bagi pihak ketiga khususnya kreditur. Penggabungan dapat merugikan kreditur, karena penggabungan dapat mengakibatkan beralihnya asset yang juga berfungsi sebagai jaminan utang-utang perusahaan. Berkurangnya asset perusahaan dapat mengganggu kelancaran pembayaran kembali kredit yang telah diberikan. Tidak jarang rencana penggabungan mendapatkan tantangan dari pihak kreditur karena secara hukum memang berhak atas pelunasan kredit yang diberikan.
- 5) Bagi negara proses penggabungan dapat menimbulkan kerugian dalam penerimaan pajak. Proses pengalihan perusahaan misalnya dapat berakibat kurangnya pemasukan pajak terhadap negara misalnya terhadap pajak penghasilan, pajak pertambahan nilai dan sebagainya. Di samping itu negara berkepentingan agar penggabungan tidak mengakibatkan terjadinya konsentrasi ekonomi seperti monopoli dan monopsoni, ataupun terjadinya persaingan yang tidak sehat yang dapat menimbulkan kerugian perekonomian negara.

⁹⁰ Persoalan lain yang dihadapi oleh karyawan adalah *corporate culture* yakni perubahan kultur perusahaan dengan masuknya pengendalian baru. Yunus Husein, *Pengaruh dan Akibat Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Terhadap Pihak Ketiga*, Makalah pada Seminar Aspek Hukum Merger dan Akuisisi dalam Globalisasi, Jakarta BPHN 1997, Dalam Majalah Hukum Nasional No.2 1999, Hal.79

2. Peleburan

1. Pengertian Peleburan Perusahaan Publik

Undang-Undang No.1 Tahun 1995 juga tidak memberikan definisi dari peleburan. Hanya saja dalam pasal 102 ayat (1) UU No. 1 Tahun 1995 dinyatakan bahwa satu perseroan atau lebih dapat menggabungkan diri menjadi satu dengan perseroan yang telah ada atau meleburkan diri dengan perseroan lain dan membentuk perusahaan baru.

Dalam keputusan menteri keuangan No.637/KMK.04/1994 tanggal 29 Desember 1994 dinyatakan bahwa peleburan adalah penggabungan dari dua atau lebih badan usaha dengan cara mendirikan badan usaha baru dan melikuidasi semua badan usaha yang bergabung tersebut.

Blick's Law Dictionary menyebutkan:

*"Consolidation occurs when two or more corporations are extinguished, and by the same process a new one is created, taking over the assets and assuming the liabilities of those passing out of existence."*⁹¹ Artinya; Konsolidasi atau peleburan terjadi bilamana dua atau lebih perusahaan bubar, dan dibentuk perusahaan yang baru dan perusahaan yang baru ini mengambil alih semua asset utang dari semua perusahaan yang lebur tersebut.

Dengan demikian terlihat persamaan antara penggabungan dengan peleburan. Walaupun terdapat beberapa perbedaan yang prinsipil yakni:

- 1) Penggabungan tetap mempertahankan satu perusahaan sedangkan yang lainnya biasanya dibubarkan. Pada peleburan semua perusahaan dilebur dan dibentuk satu perusahaan yang baru.

⁹¹ Henry Campbell Black, *op cit.* hal 280

- 2) Penggabungan tidak dibutuhkan anggaran dasar yang baru cukup anggaran dasar perusahaan yang masih dipertahankan, namun masih tetap memerlukan persetujuan dari menteri kehakiman sedangkan dalam peleburan dibutuhkan akta pendirian dan pengesahan dari menteri kehakiman.

Di samping perbedaan yang dikemukakan di atas terdapat motivasi tersendiri untuk melakukan peleburan yaitu adanya keinginan untuk membentuk perusahaan yang baru. Kadangkala penggabungan dijadikan langkah pertama untuk melakukan peleburan. Pilihan peleburan juga mempunyai alasan psikologis, yakni para pihak dalam perusahaan mempunyai kepentingan agar pihak lain tidak masuk ke dalam perusahaan yang bersangkutan.⁹² Dengan adanya satu perusahaan baru maka kemungkinan pengelolannya akan lebih mudah serta masuknya pihak lain ke perusahaan baru tersebut akan lebih terkontrol.

Bila dihubungkan dengan perusahaan publik, maka peleburan terhadap perusahaan publik otomatis mengakibatkan hapusnya status publiknya. Kalau perusahaan yang baru terbentuk tersebut ingin kembali menjadi perusahaan publik maka harus dimulai lagi dari awal yakni dengan mengajukan pernyataan pendaftaran. Mengingat konsekwensi yang demikian, maka dalam perusahaan publik metode peleburan ini jarang dipakai.

⁹² Larry D. Soderquist, A.S. Sommer Jr, *Corporations, Cases, Materials Problems*, Virginia, Law Publisher, 1992, hal. 366

2.2. Pengaturan Peleburan Perusahaan Publik

Mengingat bentuk penggabungan dan peleburan hampir sama, maka aturannya juga tidak jauh berbeda dan diatur bersamaan. Pengaturan tersebut dapat dilihat dalam UU Perseroan Terbatas, UU Pasar Modal, UU Perbankan ataupun peraturan pelaksana di bawahnya.

Dalam UU No.1 Tahun 1995, peleburan selalu diatur bersamaan dengan penggabungan yakni dalam pasal 102, 104, 105, 106, 107, 108 dan 109 Undang-Undang No 1 Tahun 1995. Dari pengaturan yang ada dapat diketahui bahwa proses atau prosedur yang ditempuh dalam kedua perbuatan hukum tersebut hampir sama. Satu-satunya perbedaan pengaturan hanyalah berkaitan dengan Anggaran Dasar. Dalam penggabungan, perubahan Anggaran Dasar hanya dimaksudkan untuk mendapatkan persetujuan dari Menteri Kehakiman. Kalau Penggabungan tidak diikuti dengan perubahan Anggaran Dasar prosedur yang ditempuh cukup dengan melaporkan kepada Menteri Kehakiman.⁹³

Peleburan mengakibatkan bubarnya perusahaan yang bergabung dan melahirkan perusahaan yang baru sama sekali, karenanya Anggaran Dasar perusahaan juga baru. Oleh sebab itu prosedur yang ditempuh sama seperti mendirikan perusahaan baru yakni harus mendapatkan pengesahan dari menteri.

⁹³ Menurut Pasal 106 UU ayat (1) dan (2) UU No. Tahun 1995 rancangan peleburan yang diikuti dengan perubahan Anggaran Dasar harus mendapat persetujuan dari Menteri, sedangkan bila tidak diikuti dengan perubahan Anggaran dasar cukup dilaporkan saja.

Kehakiman.⁹⁴ Tata cara dan syarat-syaratnya sama seperti pengajuan pengesahan akta pendirian PT seperti yang diatur dalam pasal 7 UU No.1 tahun 1995.

2.3. Implikasi dan Konsekwensi Peleburan Perusahaan Publik

Mengingat proses dan terbentuknya peleburan hampir sama dengan penggabungan, maka implikasi dan konsekwensi yang ditimbulkan hampir sama. Namun terdapat sedikit perbedaan dalam implikasi dan konsekwensi yang timbul dari peleburan. Perbedaan tersebut adalah:

1. Dalam peleburan akan terbentuk perusahaan baru sama sekali. Dengan demikian struktur, manajemen, maupun bidang usaha dalam perusahaan tersebut juga akan baru. Proses yang ditempuh akan membutuhkan waktu, tenaga, pemikiran dan biaya yang lebih besar, seperti membuat akta pendirian, pengesahan dan pendaftaran perusahaan yang baru.
2. Konsekwensi terhadap karyawan tentu akan lebih luas. Mengingat perusahaan yang dibentuk baru sama sekali, biasanya akan diikuti dengan perombakan manajemen dan rasionalisasi perusahaan.
3. Peleburan dapat mengakibatkan terjadinya perubahan atau pengurangan jumlah pemegang saham dan atau penguasaan saham yang ada. Bahkan bisa saja pemegang saham yang lama tidak lagi memiliki saham pada perusahaan yang baru.

⁹⁴ Menurut Pasal 106 ayat (3) UU No.1 tahun 1995 rancangan peleburan perseroan yang telah mendapat persetujuan RUPS dilampirkan pada permohonan pengesahan Akta Pendirian perseroan hasil peleburan untuk mendapat pengesahan dari menteri kehakiman.

Pada perusahaan yang sudah tercatat dibursa, peleburan ini otomatis akan menghapuskan status hukumnya sebagai perusahaan yang tercatat di bursa. Oleh karena itu bila perusahaan yang baru dibentuk ingin kembali menjual sahamnya di bursa efek, dia harus kembali melakukan semua proses untuk go publik. Karenanya bagi perusahaan publik proses peleburan ini akan sangat merugikan sehingga tidak menjadi pilihan yang menarik bila dilihat dari segi efektivitas dan efisiensi.⁹⁵

3. Pengambilalihan

3.1. Pengertian Pengambilalihan Perusahaan Publik

Undang-Undang No.1 Tahun 1995 tidak memberikan pengertian mengenai pengambilalihan. Dalam pasal 103 ayat (1) UU No.1 tahun 1995 hanya dinyatakan bahwa: Pengambilalihan dapat dilakukan melalui pengambilan seluruh atau sebagian besar saham yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.

Dalam Black's Law Dictionary pengambilalihan atau Akuisisi diartikan sebagai: *"the act of becoming the owner of certain property; the act by which one acquires or procures the property in anything"*.⁹⁶ Menurut penulis terjemahannya adalah: perbuatan yang bertujuan untuk menjadi pemilik terhadap sesuatu kekayaan tertentu; yang dengan perbuatan tersebut seseorang memperoleh atau mendapatkan semua kekayaan tersebut. Pengertian di atas lebih luas dari yang dimaksudkan dalam UU No.1 Tahun 1995, karena menyangkut setiap harta kekayaan, jadi bukan hanya perusahaan atau saham perusahaan.

⁹⁵ *Ibid*

⁹⁶ Hendry Campbell Black, op cit. hal. 23

Berbeda dengan penggabungan dan peleburan, tujuan utama dalam pengambilalihan adalah pada penguasaan saham, yakni seluruh atau sebagian besar saham suatu perusahaan, sehingga dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian dalam perusahaan. Bila yang terjadi adalah pengambilalihan keseluruhan saham, maka otomatis akan terjadi perubahan pengendalian dalam perusahaan yang diambilalih itu. Tetapi bila pengambilalihan hanya terhadap sebagian saham belum tentu terjadi pengendalian perusahaan, namun melihat komposisi kepemilikan saham perbuatan itu akhirnya dapat mengakibatkan perubahan pengendalian perusahaan. Secara umum pengendalian ini ditentukan berdasarkan jumlah suara dalam RUPS. Standar umum yang dipakai untuk menentukan pengendalian adalah 50% suara ditambah 1.

Manurut Standar Akutansi keuangan pengendalian atau kontrol dianggap ada bilamana satu pihak yang baik secara langsung atau tidak (misalnya melalui anak perusahaan) menguasai lebih dari 50% hak suara dari saham yang memiliki hak suara. Namun bila penguasaan hak suara kurang dari 50% pengendalian dianggap tetap ada jika dapat dibuktikan kondisi sebagai berikut:

- a) Mempunyai hak suara lebih dari 50% berdasarkan perjanjian dengan pemegang saham lainnya.
- b) Mempunyai hak suara untuk mengatur dan menentukan kebijakan finansial dan operasional perusahaan berdasarkan anggaran dasar atau perjanjian.
- c) Mampu menunjuk atau memberhentikan mayoritas pengurus

d) Mampu menguasai suara mayoritas dalam rapat pengurus.⁹⁷

Namun bila pengambilalihan itu dilakukan terhadap perusahaan publik, maka standar yang dipakai tidak perlu sampai 50% hak suara, karena terjadinya penyebaran kepemilikan saham dalam perusahaan publik. Oleh karena itu menurut Keputusan Ketua Bapepam No.Kep.22/PM/ 1995, kepemilikan saham yang lebih dari 25% dari saham yang memiliki hak suara dianggap mengendalikan perusahaan kecuali dapat dibuktikan sebaliknya. Sebaliknya pihak yang menguasai saham kurang 25% dianggap tidak mengendalikan kecuali dapat dibuktikan sebaliknya. Dalam praktek pengambilalihan sering digunakan sebagai langkah awal untuk melakukan penggabungan dan peleburan. Bilamana saham suatu perusahaan telah diambil alih dan diikuti dengan perubahan pengendalian, maka akan lebih mudah untuk melakukan penggabungan dan atau peleburan.

Pada perusahaan publik praktek pengambilalihan ini sangat banyak terjadi, baik terhadap perusahaan yang menunjukkan kinerja baik atau atau terhadap perusahaan yang mengalami kesulitan namun punya prospek bagus. Bahkan terdapat pemikiran bahwa mengakuisisi suatu perusahaan lebih menyenangkan dari pada membangun yang baru.⁹⁸ Dengan cara menguasai saham maka suatu pihak akan dengan mudah dapat mengendalikan perusahaan tersebut. Tujuan yang hendak dicapai tentu saja bukan sekedar untuk menguasai saham melainkan tujuan yang lebih jauh seperti untuk mengambil alih manajemen, dan akhirnya untuk menguasai perusahaan tersebut. Namun secara ideal tujuan akuisisi adalah untuk pertumbuhan

⁹⁷ Hardijan Rusli. *Perseroan Terbatas dan Aspek Hukumnya*, Jakarta, Sinar Harapan, 1996 hal.141

⁹⁸ Bengtsson, Ann McDonagh, *Manajemen Merger dan Akuisisi*, Jakarta, PPM, 1994. Hal.7

dan ekspansi usaha peningkatan penjualan dan pangsa pasar pihak pengakuisisi.⁹⁹ Dalam praktek akuisisi sering diikuti dengan penggabungan dengan perusahaan yang mengambil alih.¹⁰⁰

Bagi pemegang saham perusahaan publik, pengambilalihan bisa berakibat positif atau negatif. Bila pengambilalihan dilakukan oleh perusahaan yang lebih *bonafid*, maka akan dapat berakibat kenaikan harga saham yang bersangkutan. Namun bagi pemegang saham yang tidak mengetahui atau terlambat mengetahui informasi pengambilalihan tersebut maka hal itu tidak akan menguntungkan, malahan dapat merugikan karena yang bersangkutan hanya menjual sahamnya dengan harga normal. Oleh karena itu pihak otoritas publik dalam hal ini Bapepam dan bursa harus berusaha sebaik mungkin untuk mengatur pengambilalihan agar tidak merugikan berbagai pihak yang tersangkut.

3.2. Bentuk-Bentuk Pengambilalihan Perusahaan Publik.

Dalam praktek terutama di pasar modal pengambilalihan yang sering disebut dengan *akuisisi* atau *takeover* dapat dilakukan dengan berbagai metode:

1. Dilihat dari jumlah saham yang diambil alih, pengambilalihan ini dapat dibedakan atas:

a) Pengambilalihan keseluruhan saham. Pengambilalihan keseluruhan saham pada perusahaan publik harus dicermati karena tidak hanya terjadinya

⁹⁹ Sudarsanam, PS, *The Essence of Merger and Acquisition*, Yogyakarta, Andi, 1999, hal.5

¹⁰⁰ Karena sulit mengetahui adanya perubahan pengendalian dalam akuisisi, maka dalam sistem hukum Amerika dikenal adanya doktrin *De Facto Merger*. Doktrin ini dikenal dalam akuisisi terhadap asset perusahaan, yang memberi hak kepada pemegang minoritas saham untuk menuntut kepada pengadilan bahwa akuisisi yang terjadi dianggap sebagai merger, sehingga mereka dapat menjual sahamnya dengan harga yang wajar. Lihat Larry D. Soderquist dan A.A. Sommer Jr., *Understanding Corporation Law*, Virgian, Law Publisher, 1995, hal.241

perubahan dalam pengendalian perusahaan melainkan juga akan terjadinya apa yang disebut dengan "*going private*" atau berubah menjadi perusahaan tertutup. Dengan diambilalihnya seluruh saham perusahaan publik, maka otomatis saham tersebut hanya dikuasai oleh satu pihak saja.¹⁰¹

b) Pengambilalihan sebagian besar saham. Pengambilalihan sebagian besar saham bertujuan untuk mengendalikan sebuah perusahaan publik, dan dengan pengendalian tersebut pihak yang mengambilalih dapat melakukan berbagai kebijakan yang diinginkannya, seperti penggantian manajemen, perubahan bidang usaha dan sebagainya.

2. Menurut cara memperoleh saham. Akakuisis dengan cara ini dapat dibedakan atas:

a) Pengambilalihan yang bermusuhan (*hostile takeover*). Menurut Steven Emanuel: "*hostile takeover is the acquisition of a publicly held company (the target) over the opposition of the target management.*"¹⁰² Terjemahan penulis: Pengambilalihan yang bermusuhan adalah akuisisi terhadap suatu perusahaan publik (perusahaan target) yang mendapat tantangan dari pihak manajemen dari perusahaan yang akan diakuisisi. Tantangan dari perusahaan target ini timbul karena dianggap akan merugikan kepentingan khususnya pemegang saham minoritas.

¹⁰¹ Menurut Pasal 7 ayat (3) UU No.1 tahun 1995 kalau setelah perseroan disahkan pemegang saham menjadi kurang dari dua orang, maka dalam waktu paling lama 6 (enam) bulan terhitung sejak keadaan tersebut pemegang saham yang bersangkutan wajib mengalihkan sebagian saham kepada orang lain.

¹⁰² Steven Emanuel, *op cit* hal.364.

Mengingat kemungkinan timbulnya kerugian kepada pemegang saham minoritas, maka hukum memberikan perlindungan dengan memberikan hak menjual saham (*appraisal right*) dengan harga yang wajar. Disamping untuk melindungi kepentingan, hak ini sekaligus juga dapat menjadi sarana kontrol terhadap manajemen, seperti apa yang dikatakan oleh Eusenber: "*Appraisal Right is not only makes it possible for shareholders under certain circumstances to sue their stocks at a fair price, but also serves as a check on management.*"¹⁰³ Terjemahan penulis: Hak untuk menilai ini tidak hanya memungkinkan pemegang saham untuk menuntut sahamnya dinilai dengan harga yang wajar tetapi juga dapat berperan sebagai kontrol terhadap manajemen.

b) Pengambilalihan dengan cara yang bersahabat (*friendly takeover*). Pengambilalihan ini adalah kebalikan dari *hostile takeover* yakni pengambilalihan yang mendapat persetujuan dari pihak manajemen perusahaan target.

3. Menurut cara pembayaran.

Menurut cara pembayarannya akuisisi dapat dibedakan atas:¹⁰⁴

- a) Pembayaran dengan saham (*equitas*) atau efek lainnya
- b) Pembayaran tunai
- c) Gabungan antara pembayaran tunai dan saham.

¹⁰³ Richard T. Mc Dermont, *Legal Aspect of Corporate Finance*, New York, New York University, 1995, hal. 1071

¹⁰⁴ Ronald Manurung, *Mekanisme Merger, Konsolidasi dan Akuisisi*, Dalam Majalah BPHN, Jakarta, 2000, hal.199

d) Pinjaman

Pembayaran akuisi dengan saham dilakukan dengan mengganti saham yang diambil alih dengan saham perusahaan yang diambil alih sesuai dengan perbandingan harga yang disepakati. Pembayaran tunai dilakukan dengan langsung membayar kontan kepada pemilik saham yang diambil alih. Pembayaran juga dapat dilakukan dengan sebagian tunai dan sebagian dengan saham perusahaan yang mengambilalih.

Disamping itu pembayaran juga dapat dilakukan dengan cara pinjaman atau utang. Metode ini dapat dibedakan atas:¹⁰⁵

- *leveraged Buy Out* (LBO) dan,
- *Managemen Buy Out* (MBO).

Dengan LBO, akuisis dilakukan dengan cara pembayaran yang sebagian besar bertentuk utang yang dijamin dengan asset perusahaan tersebut. Cara ini biasanya akan mengakibatkan perusahaan tersebut menjadi perusahaan tertutup. Keuntungan perusahaan nantinya akan digunakan untuk membayar utang-utang tersebut, sehingga kalau perusahaan itu tidak berjalan baik akan dapat mengalami kesulitan keuangan dan bahkan ada yang berakhir dengan pailit.

Dengan metode MBO, pengambilalihan itu dilakukan oleh pihak manajemen sendiri, biasanya manajemen yang berpengaruh. Pembayaran biasanya juga dilakukan dengan membuat surat utang (atau pengakuan utang).

¹⁰⁵ *Ibid*, hal. 200

Tujuan pihak manajemen melakukan akuisisi ini untuk menyelamatkan kelangsungan kepentingan mereka dalam perusahaan tersebut. Baik metode LBO ataupun MBO sering dianggap merugikan kepentingan pemegang saham minoritas, dan sebagai akal-akalan untuk menguasai suatu perusahaan, karena pengambilalihan dilakukan oleh pihak yang mengendalikan perusahaan tanpa harus mengeluarkan uang secara langsung, melainkan dengan yang akan dibayar nanti dengan keuntungan perusahaan tersebut.

3.3. Pengaturan Pengambilalihan Perusahaan Publik

Secara khusus pengambilalihan diatur dalam pasal 103 UU No.1 Tahun 1995 yang menyatakan:

- (1) Pengambilalihan perseroan dapat dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan
- (2) Pengambilalihan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) dapat dilakukan melalui pengambilalihan seluruh atau sebagian besar saham yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.
- (3) Dalam hal pengambilalihan dilakukan oleh perseroan, maka berlaku ketentuan sebagai berikut:
 - a. Rencana pengambilalihan dituangkan dalam rancangan pengambilalihan yang disusun oleh direksi perseroan yang akan mengambil alih dan yang akan diambil alih yang memuat sekurang-kurangnya:
 - 1) nama perseroan yang mengambil alih dan diambil alih;
 - 2) alasan serta penjelasan direksi masing-masing perseroan mengenai persyaratan serta tata cara pengambilalihan saham perseroan yang diambil alih;
 - b. Pengambilalihan dilakukan dengan persetujuan RUPS masing-masing atas Rancangan Pengambilalihan yang diajukan oleh direksi masing-masing perseroan.
- (4) Dalam hal pengambilalihan dilakukan oleh badan hukum yang bukan perseroan, maka berlaku ketentuan sebagai berikut:
 - a. Rancangan pengambilalihan dituangkan dalam rancangan pengambilalihan yang disusun oleh direksi perseroan yang akan diambil alih dan badan pengurus badan hukum yang bukan perseroan yang akan mengambil alih yang memuat sekurang-kurangnya;

- 1) Nama perseroan yang akan diambil alih dan nama badan hukum yang bukan perseroan yang akan mengambil alih, dan
- 2) Alasan dan penjelasan direksi perseroan yang akan diambil alih dan badan hukum bukan perseroan yang akan mengambil alih mengenai persyaratan serta tata cara pengambilalihan saham perseroan yang diambil alih.
- b. Pengambilalihan dilakukan dengan persetujuan RUPS perseroan yang diambil alih dan persetujuan anggota atau badan pengurus dari badan hukum bukan perseroan yang mengambil alih.
- (5) Dalam hal pengambilalihan dilakukan oleh perseorangan maka berlaku ketentuan sebagai berikut:
 - a. Rancangan pengambilalihan dituangkan dalam rancangan pengambilalihan oleh direksi perseroan yang akan diambil alih dan orang perseorangan yang akan mengambil alih yang memuat sekurang-kurangnya:
 - 1) nama perseroan yang akan diambilalih dan orang perseorangan yang akan mengambil alih;
 - 2) alasan serta penjelasan direksi yang akan diambil alih mengenai persyaratan dan tata cara pengambilalihan saham;
 - b. Pengambilalihan dilakukan dengan persetujuan RUPS perseroan yang akan diambil alih dan orang perseorangan yang akan mengambil alih.
- (6) Ketentuan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) tidak membatasi badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham perseroan lain langsung dari pemegang saham. Melihat ketentuan di atas, maka akuisisi dapat dilakukan oleh orang perseorangan atau oleh badan hukum yang berbentuk perseroan atau tidak berbentuk perseroan. Walaupun undang-undang telah mengatur tata cara seperti yang ditentukan dalam Pasal 103 UU No.1 tahun 1995, namun ketentuan itu tidak membatasi pengambilalihan langsung dari pemegang saham.

UU Pasar Modal juga mengatur syarat-syarat pengambilalihan. Pengaturan itu diperlukan untuk melindungi kepentingan publik dalam pengambilalihan perusahaan publik. Dalam upaya penerapan UU No.8 Tahun 1995, Bapepam mengeluarkan peraturan yakni Keputusan Ketua Bapepam No.kep.85/PM/ 1996 tentang Kewajiban Untuk Melakukan Penawaran Tender terhadap rencana pembelian saham di bursa efek yang akan mencapai 20% dari seluruh saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh dengan tujuan untuk mengendalikan

perusahaan tersebut. Ketentuan ini pada dasarnya juga bertujuan untuk melindungi investor publik sebagai pemegang saham minoritas.

Penawaran tender adalah penawaran melalui media massa untuk memperoleh efek bersifat sekuritas dengan cara pembelian atau penukaran dengan efek lain. Dengan adanya keharusan melakukan penawaran melalui media massa, maka diharapkan investor publik akan mengetahui rencana tersebut sehingga dapat menentukan sikap untuk menjual atau mempertahankan sahamnya.

3.4. Implikasi dan Konsekwensi Hukum Pengambilalihan Perusahaan Publik

Sebagaimana halnya penggabungan dan peleburan, pengambilalihan juga akan melahirkan implikasi dan konsekwensi yang tertentu. Perbedaan antara pengambilalihan dengan penggabungan dan peleburan terletak dalam tujuan perbuatan tersebut. Penggabungan dan peleburan lebih mengimplikasikan niat untuk menggabungkan atau melebur beberapa perusahaan. Sedangkan tujuan pengambilalihan adalah penguasaan saham perusahaan lain, dan penguasaan itu dapat mengakibatkan beralihnya kendali perusahaan. Dengan demikian dalam akuisisi sepintas tidak terlihat tujuan untuk mengendalikan sebuah perusahaan, melainkan hanya sekedar untuk menguasai saham perusahaan yang kelihatannya prospektif. Namun bila pengambilalihan saham sedemikian besar jumlahnya, maka pantas diduga adanya tujuan untuk mengendalikan perusahaan.

Maksud untuk mengendalikan perusahaan pada pengambilalihan lebih sulit untuk diketahui karena tindakan hanya dilakukan dengan membeli saham perusahaan di bursa efek sebagaimana transaksi biasa, jadi tidak langsung kepada

pihak manajemen. Untuk menghindari maksud terselubung tersebut Bapepam mengeluarkan aturan yang menetapkan bahwa pengambilalihan akan meliputi lebih dari 20% saham perusahaan publik wajib melalui penawaran terbuka.¹⁰⁶ Mengingat pengambilalihan ini mempunyai maksud yang agak tersembunyi, maka konsekwensi yang ditimbulkannya juga harus lebih dicermati. Bagi pemegang saham minoritas misalnya, sulit untuk mengetahui pihak yang akan melakukan pembelian saham secara besar-besaran, sehingga sulit mengetahui terjadinya perubahan kendali perusahaan. Konsekwensi dapat timbulkan dari pengambilalihan adalah:

- 1) Beralihnya kebijakan dan selanjutnya dapat berpengaruh buruk terhadap kinerja perusahaan dan harga saham.
- 2) Terjadinya perubahan manajemen oleh pihak pengendali perusahaan yang baru.
- 3) Perusahaan lebih digunakan untuk kepentingan pengendali yang baru.

Pemerintah juga harus dicermati konsekwensi yang timbul dari pengambilalihan yakni kemungkinan terjadinya konsentrasi ekonomi pada satu atau beberapa pihak. Misalnya sebuah perusahaan yang menguasai saham beberapa perusahaan yang mempunyai bidang usaha yang sama dapat memonopoli pasar produk yang bersangkutan, sehingga dapat mengakibatkan kerugian negara dan merugikan pesaing-pesaingnya.

¹⁰⁶ Dengan adanya penawaran tender ini membuka kesempatan bagi pemegang saham untuk mempertimbangkan apakah akan melepas sahamnya atau mempertahankannya. Walaupun demikian bila tawaran tidak memenuhi harapannya, atau dia melihat hal-hal yang akan merugikan hak pemegang saham, hal itu tidak menghilangkan *appraisal rightnya*.

Dalam jangka pendek pengambilalihan memang tidak begitu berpengaruh terhadap karyawan atau tenaga kerja, karena pengendali yang baru tidak serta merta melakukan perubahan terhadap kebijakan perusahaan. Konsekwensi baru terjadi bilaman pengendali yang baru telah melakukan *corporate action* seperti perombakan manajemen dan kebijakan perusahaan yang mungkin diikuti dengan rasionalisasi karyawan.

C. Tinjauan tentang Pemegang Saham dan Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

1. Tinjauan Umum Tentang Modal Perusahaan

1.1. Kedudukan Modal Perusahaan

Perusahaan sebagai sebuah institusi mempunyai harta kekayaan sendiri. Termasuk kedalam kekayaan perusahaan adalah modal perusahaan. Kekayaan perusahaan dapat dibedakan atas *aktiva* dan *passiva*. Tergolong kedalam aktiva adalah:

- a) modal yang disetor;
- b) tagihan perseroan terhadap pemegang saham yang belum dilunasi;
- c) tagihan-tagihan terhadap pihak ketiga;
- d) benda-benda bergerak dan tetap milik perusahaan;

Sedangkan yang termasuk *passiva* adalah utang dan kewajiban lain perusahaan.¹⁰⁷

¹⁰⁷ H.M.N Poerwosoetjpto, *op cit*, hal. 103

Modal perusahaan adalah termasuk kekayaan baik berupa uang atau benda baik bergerak, tidak bergerak dan berwujud atau tidak berwujud yang dimiliki perusahaan. Modal berasal dari pemilik atau pendiri perusahaan yang digunakan untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Modal perusahaan juga berfungsi sebagai jaminan bagi perusahaan terhadap segala kewajibannya dengan pihak-pihak lain. Modal itu dicatat dalam suatu pembukuan yang disebut dengan modal pembukuan.¹⁰⁸

Kedudukan modal bagi perusahaan berbeda menurut bentuk perusahaan tersebut. Dalam perusahaan yang tidak berbentuk badan hukum tidak terdapat pemisahan antara modal atau harta kekayaan dengan kekayaan pribadi pemiliknya. Dengan demikian bila harta kekayaan perusahaan tidak cukup memenuhi kewajiban perusahaan, maka orang yang bersangkutan harus memenuhi dengan harta kekayaan pribadinya. Sebaliknya dalam PT terjadi pemisahan modal perusahaan dengan kekayaan pribadi pemilik atau pendirinya. Bila PT tersebut menjalankan usahanya, maka perusahaan akan memenuhi kewajibannya dengan modal tersebut dan dengan modal tersebut perusahaan memperoleh keuntungan dan atau laba.¹⁰⁹ Bila modal perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya, maka tidak dapat dimintakan dari harta kekayaan pendiri atau pemiliknya.

Menurut Soekardono, modal perseroan sesungguhnya adalah *gemeenselijke Kapitaal*, namun dia tidak menjelaskan lebih jauh tentang pengertian tersebut.¹¹⁰

¹⁰⁸ Hardijan Rusli, *op cit* hal. 26

¹⁰⁹ Abdul Kadir Muhammad, *Op cit*, hal. 30

¹¹⁰ Sukardono, *Hukum Dagang Indonesia*, Buku I, Jakarta, Surungan, 1964, hal. 133

Sedangkan Rudhi Prasetyo mengatakan bahwa yang dimaksud dengan *gemenselijke kapitaal* atau dalam Bahasa Inggris disebut dengan *authorired capital* tidak lain dari keseluruhan nilai nominal dari saham yang ada dalam sebuah PT.¹¹¹ Dengan demikian modal bagi sebuah perusahaan sangatlah urgen karena dengan modal tersebutlah perusahaan akan mencapai tujuan-tujuannya.

1.2. Modal Saham dalam Perseroan Terbatas.

Salah satu karakteristik dari PT adalah modal perusahaan yang seluruhnya terdiri dari saham. Hal itu terlihat dalam Pasal 1 angka 1 UU No.1 Tahun 1995 yang menyebutkan:

“ Perseroan Terbatas yang selanjutnya disebut perseroan adalah badan hukum yang didirikan berdasarkan perjanjian, melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam saham dan memenuhi persyaratan yang ditetapkan dalam Undang-Undang ini serta peraturan pelaksanaannya.”

Menurut UU No.1 Tahun 1995 modal perseroan terdiri atas modal dasar (*authirized capital*), modal yang ditempatkan (*placed capital*), dan modal disetor (*paid up capital*). Modal dasar adalah kekayaan berupa uang yang telah ditentukan jumlahnya yang dijadikan dasar berdirinya perseroan. Modal ditempatkan adalah kekayaan berupa uang yang telah ditentukan persentasenya dari modal dasar yang disanggupi oleh para pendiri pada saat berdirinya perseroan. Sedangkan yang disebut dengan modal disetor adalah kekayaan berupa uang yang telah ditentukan persentasenya dari modal ditempatkan yang harus dibayar tunai oleh pendiri saat berdirinya perusahaan dan sudah berada pada kas perusahaan.

¹¹¹ Rudhi Prasetyo, *Kedudukan Mandiri Perseroan Terbatas*, Bandung, Liberty, 1995, hal.178

Dalam perkembangannya modal perusahaan dapat bertambah dan berkurang. Modal perusahaan secara keseluruhan dicatat dalam pembukuan yang disebut dengan modal sendiri atau *equity* yang terdiri dari modal kontribusi ditambah dengan sisa laba yang ditahan atau yang berbentuk pinjaman dari pihak lain.. Namun penambahan dan pengurangan itu harus sesuai dengan mekanisme yang ditetapkan oleh peraturan yang berlaku.

1.3. Pengertian dan Jenis-Jenis Saham

Walaupun UU No.1 Tahun 1995 menetapkan bahwa modal dasar PT seluruhnya terdiri dari saham, namun di dalamnya tidak disebutkan pengertian saham. Saham disebut juga andil yang berasal dari Bahasa Belanda yakni *andeel*. Sedangkan dalam bahasa Inggris disebut dengan *share* atau *stock*. Orang yang mempunyai atau mengambil saham suatu perusahaan selanjutnya disebut dengan pemegang saham atau *shareholder*. Dengan demikian pemegang saham berarti orang yang menjadi pemilik modal suatu perusahaan.

Menurut Rochmat Soemitro saham adalah suatu tanda ikut sertanya seorang dalam modal perseroan.¹¹² Dalam bahasa Inggris dikatakan bahwa: "*Share is the interest of a shareholder in the company measured by a sum of money for the purpose of the liability in the first place and, of interest in the second.*"¹¹³ Terjemahannya menurut penulis: Saham adalah kepemilikan pemegang saham

¹¹² Rochmad Soemitro, *Penuntun Perseroan Terbatas Dalam Pajak Perseroan*, Bandung, Eresco, 1989, hal. 26

¹¹³ Mc. Oliver and Enid A. Marshall, *Company Law*, London, The M&E Hhand Boek Series, 1991, hal.175

dalam perusahaan yang diukur dengan uang untuk tujuan yang pertama sebagai tanggung jawab dan kedua adalah sebagai kepemilikan mereka.

Menurut Hamilton: "*Share in turn means the unit into which the propriety interest in corporation divided*"¹¹⁴ Terjemahan menurut penulis; Saham selanjutnya berarti bagian dengan cara mana kepemilikan perusahaan dibagi.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa saham adalah bukti atau tanda keikutsertaan seseorang sebagai pemilik dalam sebuah perseroan terbatas yang memberikan kepadanya hak-hak dan kewajiban sebagai pemilik perseroan.

Saham dapat dibedakan atau diklasifikasikan atas berbagai pertimbangan:

1. Saham dari segi cara pemindahannya dapat dibedakan atas:

- a. Saham atas nama
- b. Saham atas tunjuk¹¹⁵

Dalam pasal 24 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995 dinyatakan bahwa perseroan dapat menerbitkan saham atas nama dan saham atas tunjuk. Saham atas nama adalah saham yang memuat nama pemiliknya yang merupakan bukti bagi pemegangnya. Pada saham atas tunjuk tidak disebutkan nama pemiliknya, dan saham ini hanya mensahkan atau melegitimasi pemegangnya sebagai pemilik. Perbedaan itu mengakibatkan juga perbedaan dalam cara pengalihannya. Dalam pasal 8 UU No.1 Tahun 1995 dinyatakan bahwa: Dalam Anggaran Dasar

¹¹⁴ R.W Hamnilton, *Corporations Including Partnership and Limited Partnership Case and Material*, Minnesota, ST. Paul 1994, hal.324

¹¹⁵ H.M.N. Poerwosoetjipto menyebutnya dengan saham atas nama (*op naam*) dan saham kepada pembawa (*aan-toonder*). Saham kepada pengganti (*aan order*) tidak dikenal. *op cit*, hal.108

perseroan ditentukan cara pemindahan hak atas saham sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Tata cara pemindahan hak saham atas nama diatur dalam pasal 49 UJ No.1 Tahun 1995 yang intinya adalah:

- (1) Pemindahan hak atas saham atas nama dilakukan dengan membuat akta pemindahan hak.
- (2) Akta pemindahan hak sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) atau salinannya disampaikan secara tertulis kepada perseroan.
- (3) Direksi wajib mencatat pemindahan hak atas saham atas nama, tanggal dan hari pemindahan hak tersebut dalam Daftar Pemegang Saham dan Daftar Khusus sebagaimana dimaksud dalam pasal 43 ayat (1) dan ayat (2).
- (4) Pemindahan hak atas saham atas tunjuk dilakukan dengan penyerahan surat saham.
- (5) Bentuk dan tata cara pemindahan hak saham atas nama dan saham atas tunjuk yang diperdagangkan di pasar modal diatur dalam peraturan di pasar modal.

Untuk saham yang sudah dicatatkan di bursa efek pengalihan saham dilakukan melalui Lembaga Kliring dan Penjamin. Lembaga ini bertugas melakukan kegiatan kliring dan menjamin terpenuhinya hak dan kewajiban para pihak. Selanjutnya Biro Administrasi Efek mendaftarkan dan mengadministrasikan saham tersebut atas nama pembeli.

2. Degi sifat atau hak yang ditimbulkan, saham dapat dibedakan atas:¹¹⁶

- a) saham biasa
- b) saham preferen

¹¹⁶ Hardidjan Rusli, *op cit.* hal.89

Saham biasa (*common stock*) adalah saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh hak suara dan deviden bersamaan dengan saham biasa lainnya. Sedangkan saham preference atau saham istimewa adalah saham yang memiliki hak untuk didahulukan dalam menerima deviden. Namun saham ini biasanya jumlahnya terbatas. Saham preference ini selanjutnya dapat dibedakan atas beberapa bentuk:¹¹⁷

- calledable preference stock* (Saham preference yang dapat ditarik kembali), yaitu dengan cara penawaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada pemegangnya.
- Redeemable preference stock* yaitu saham preference yang dapat ditarik kembali dalam jangka waktu tertentu, dan harga serta penarikannya ditetapkan dan tergantung kepada perusahaan.
- Convertible preference stock* adalah saham preferen yang dapat ditukar dengan efek lain seperti obligasi.
- Cumulative dan non-cumulative preference stock atau* Saham preferen kumulatif artinya bila dalam tahun tertentu deviden tidak dibagi, maka untuk tahun berikutnya saham tersebut mendapat deviden untuk tahun tersebut serta tahun sebelumnya sedangkan yang tidak bersifat kumulatif tidak mendapat lagi deviden untuk tahun yang tidak dibagi tersebut.

Dilihat dari hak suara yang ditimbulkan saham dapat dibedakan atas:

¹¹⁷ Ibid. hal. 90.

- a) Saham dengan hak suara khusus, misalnya saham priorotas
- b) Saham dengan hak suara biasa, misalnya saham biasa
- c) Saham dengan hak suara terbatas misalnya saham yang dimiliki oleh anggota bursa efek yang baru mempunyai hak suara bila memenuhi syarat tertentu.
- d) Saham tanpa hak suara, adalah saham yang dimiliki sendiri oleh perseroan.

Pasal 46 UU No.1 Tahun 1995 memberi peluang perseroan untuk menerbitkan lebih dari satu klasifikasi saham:

- (1) Anggaran dasar menetapkan 1 (satu) klasifikasi saham atau lebih.
- (2) Setiap saham dalam klasifikasi yang sama memberikan kepada pemegangnya hak yang sama pula.
- (3) Dalam hal terdapat lebih dari 1 (satu) klasifikasi saham, maka Anggaran Dasar menetapkan 1 (satu) klasifikasi sebagai saham biasa.
- (4) Selain klasifikasi saham sebagaimana dimaksud dalam ayat (3), dalam Anggaran Dasar dapat ditetapkan 1 (satu) klasifikasi saham atau lebih:
 - a) dengan hak suara khusus, bersyarat, terbatas, atau tanpa hak suara;
 - b) yang setelah jangka waktu tertentu dapat ditarik kembali atau dapat ditukar dengan klasifikasi saham lainnya;
 - c) yang memberi hak kepada pemegangnya untuk menerima pembagian deviden secara kumulatif atau non-kumulatif dan atau;
 - d) yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menerima lebih dahulu dari pemegang saham klasifikasi lainnya atau pembagian deviden dan sisa kekayaan perseroan dalam likuidasi.

1.4. Pengaturan tentang Modal Perseroan Terbatas

Karena modal merupakan salah satu persoalan penting dalam perusahaan maka undang-undang mengaturnya dengan rinci. Persoalan tentang modal yang diatur dalam UU No.1 Tahun 1995 adalah berkaitan dengan:

- a) Bentuk modal perseroan yakni berbentuk saham.

- b) Besarnya modal dan cara penyetorannya perseroan
- c) Perlindungan modal perseroan
- d) Penambahan dan pengurangan modal perseroan

a.d. a. Bentuk modal perseroan diatur dalam Pasal 24 UU No.1 tahun 1995:

- (1) Modal dasar perseroan terdiri atas seluruhnya nilai nominal saham
- (2) Saham sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) dapat dikeluarkan atas nama dan atau atas tunjuk.

Walaupun menurut undang-undang modal perseroan seluruhnya terdiri atas nilai nominal saham bukan berarti seluruh modal harus dalam bentuk uang. Modal dasar perusahaan dapat berbentuk barang, namun semua harus dinilai dengan uang. Setiap saham yang dikeluarkan harus mencantumkan nilai nominalnya. Menurut pasal 42 ayat (2) UU No.1 tahun 1995 perseroan tidak dapat mengeluarkan saham tanpa nilai nominal. Saham yang dikeluarkan dapat berbentuk atas nama atau atas tunjuk.

ad.b. Besarnya dan cara penyetoran modal perseoran diatur dalam pasal 25, 26 dan 27 UU No.1 tahun 1995.

Pasal 25 UU No.1 Tahun 1995 menyatakan:

- (1) Modal dasar perseroan paling sedikit Rp.20.000.000,- (dua puluh juta rupiah).
- (2) Undang-Undang atau peraturan pelaksana yang mengatur bidang tertentu dapat menentukan jumlah minimum modal dasar perseroan yang berbeda dari ketentuan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1).
- (3) Perubahan besarnya modal dasar sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) dan penentuan besarnya modal dasar perseroan terbuka beserta perubahannya ditetapkan dengan peraturan pemerintah.

Pasal 26 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Pada saat pendirian perseroan, paling sedikit 25% (dua puluh lima persen) dari modal dasar sebagaimana dimaksud dalam pasal 25 harus telah ditempatkan.
 - (2) Setiap penempatan modal sebagaimana dimaksud ayat (1) harus telah disetor paling sedikit 50% (lima puluh persen) dari nilai nominal setiap saham yang dikeluarkan.
 - (3) Seluruh saham yang telah dikeluarkan harus disetor penuh pada saat pengesahan perseroan dengan bukti penyetoran yang sah.
 - (4) Pengeluaran saham lebih lanjut setiap kali harus disetor penuh.
- Pasal 27 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Penyetoran atas saham dapat dilakukan dalam bentuk uang dan atau dalam bentuk lainnya.
- (2) Dalam hal penyetoran saham dilakukan dalam bentuk lainnya sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) penilaian harga ditetapkan oleh ahli yang tidak terikat pada perseroan.
- (3) Penyetoran saham dalam bentuk benda tidak bergerak harus diumumkan dalam 2 (dua) surat kabar harian.
- (4) Bagi perseroan terbuka setiap pengeluaran saham harus telah disetor penuh dengan tunai.

Modal dasar perseroan sekurang-kurangnya Rp.20 juta, namun untuk bidang usaha tertentu dapat ditetapkan modal dasar oleh peraturan yang mendasarinya. Misalnya untuk PT publik modal dasarnya minimal Rp.3 milyar. Pada waktu pendirian 25% dari modal dasar harus sudah ditempatkan artinya sudah diambil oleh pendiri atau pemegang sahamnya. Dan dari saham yang ditempatkan 50% harus sudah disetor artinya sudah menjadi milik kekayaan perusahaan yang dikuatkan bukti setoran bank. Sedangkan waktu pengajuan pengesahan ke Menteri Kehakiman semua saham yang dikeluarkan harus sudah disetor ke kas perusahaan.

c. Perlindungan modal dan kekayaan perseroan

Ketentuan tentang perlindungan modal dan kekayaan perseroan diatur dalam pasal 30- 33 UU No.1 Tahun 1995.

Pasal 30 UU No. 1 Tahun 1995:

- (1) Perseroan dapat membeli kembali saham yang telah dikeluarkan dengan ketentuan:
 - a. dibayar dari laba bersih sepanjang tidak menyebabkan kekayaan bersih perseroan menjadi lebih kecil dari jumlah modal yang ditempatkan ditambah cadangan yang diwajibkan sesuai dengan ketentuan undang-undang ini; dan
 - b. jumlah nilai nominal seluruh saham yang dimiliki perseroan bersama yang dimiliki oleh anak perusahaan dan gadai saham yang dipegang, tidak melebihi 10% (sepuluh persen) dari jumlah modal yang ditempatkan.
- (2) Perolehan saham baik secara langsung maupun tidak langsung, yang bertentangan dengan ayat (1) batal demi hukum dan pembayaran yang telah diterima oleh pemegang saham harus dikembalikan kepada perseroan.
- (3) Direksi secara tanggung renteng bertanggung jawab atas semua kerugian yang diderita pemegang saham yang beritikad baik, yang timbul akibat batal demi hukum sebagaimana dimaksud dalam ayat (2)

Pasal 31 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Pembelian kembali saham sebagaimana dimaksud dalam pasal 30 ayat (1) atau pengalihan lebih lanjut hanya dilakukan berdasarkan keputusan RUPS
- (2) Keputusan RUPS sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) sah apabila dihadiri oleh pemegang saham yang mewakili paling sedikit 2/3 (dua pertiga) bagian dari seluruh saham dengan hak suara yang sah dan disetujui oleh paling sedikit 2/3 (dua pertiga) bagian dari jumlah tertentu.

Pasal 32 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) RUPS dapat menyerahkan kewenangan untuk memberikan persetujuan sebagaimana dimaksud pasal 31 kepada orang lain untuk paling lama 5 (lima) tahun.
- (2) Penyerahan kewenangan sebagaimana dimaksud ayat (1) setiap kali dapat diperpanjang untuk waktu paling lama 5 (lima) tahun.
- (3) Penyerahan kewenangan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) sewaktu-waktu dapat ditarik kembali oleh RUPS.

Pasal 33 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Saham yang dibeli kembali oleh perseroan sebagaimana dimaksud dalam pasal 30, tidak dapat digunakan untuk mengeluarkan suara dan tidak diperhitungkan dalam menentukan jumlah korum yang harus dicapai sesuai dengan ketentuan dalam undang-undang ini dan atau Anggaran Dasar.
- (2) Saham induk perusahaan yang dibeli oleh anak perusahaannya juga tidak dapat digunakan untuk mengeluarkan suara dalam RUPS dan tidak diperhitungkan dalam menentukan jumlah korum yang harus dicapai sesuai dengan ketentuan dalam undang-undang ini dan atau Anggaran Dasar.

Sebagai sebuah subjek hukum perseroan juga mempunyai harta kekayaan yang terdiri dari modal yang sudah disetor pemegang saham. Karena itu modal perusahaan harus dilindungi. Undang-undang menetapkan aturan tentang pembelian saham kembali oleh perseroan. Menurut Abdul Kadir Muhammad, pembelian saham kembali oleh perusahaan berarti pengurangan modal karena modal yang sudah diserahkan kembali oleh pemegang saham di kembalikan kepadanya, sehingga mengakibatkan modal perseroan berkurang.¹¹⁸ Untuk itu pembelian saham kembali harus diambilkan dari keuntungan bersih perusahaan dan jumlahnya tidak lebih dari 10% dari modal yang ditempatkan.

ad.4 Penambahan dan pengurangan modal.

Penambahan modal perusahaan diaitur dalam pasal 34-34 UU No.1 Tahun 1995.

Pasal 34 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Penambahan modal perseroan hanya dapat dilakukan berdasarkan keputusan RUPS.

¹¹⁸ Abdul Kadir Muhammad, *op cit.* hal.36

- (2) RUPS dapat menyerahkan kewenangan untuk memberikan persetujuan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) kepada komisaris untuk waktu paling lama 5 (lima) tahun.
- (3) Penyerahan kewenangan sebagaimana dimaksud dalam ayat (2) sewaktu-waktu dapat ditarik kembali oleh RUPS.

Pasal 35 UU No.1 Tahun:

Keputusan RUPS sebagaimana dimaksud dalam pasal 34 ayat (1) sah apabila dilakukan sesuai dengan ketentuan mengenai panggilan rapat, korum dan jumlah suara untuk perubahan anggaran dasar sesuai dengan ketentuan dalam undang-undang ini dan Anggaran Dasar.

Pasal 36 UU No.1 Tahun 1995

- (1) Dalam hal Anggaran Dasar tidak menentukan lain, seluruh saham yang dikeluarkan dalam penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada setiap pemegang saham seimbang dengan pemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama.
- (2) Dalam hal pemegang saham tidak menggunakan hak untuk membeli saham sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) setelah lewat waktu 14 (empat belas) hari terhitung sejak penawaran, perseroan menawarkan kepada karyawan mendahului penawaran kepada orang lain untuk membeli jumlah tertentu atas saham tersebut.
- (3) Ketentuan mengenai saham yang ditawarkan kepada karyawan sebagaimana dimaksud dalam ayat (2) diatur lebih lanjut dengan Peraturan Pemerintah.

Pengurangan modal perusahaan diatur pasal 37-41 UU No.1 Tahun 1995.

Pasal 37 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Pengurangan modal perseroan hanya dapat dilakukan berdasarkan keputusan RUPS yang dilaksanakan sesuai dengan ketentuan sebagaimana dimaksud dalam pasal 35.
- (2) Direksi wajib memberitahukan secara tertulis keputusan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) kepada semua kreditur dan mengumumkan dalam Berita Negara RI serta 2 (dua) surat kabar harian paling lambat 7 (tujuh) hari terhitung sejak tanggal keputusan.

Pasal 38 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Dalam waktu 60 hari terhitung sejak pengumuman sebagaimana dimaksud dalam pasal 37 ayat (2), kreditur dapat mengajukan keberatan secara tertulis disertai alasan kepada perseroan atau keputusan pengurangan modal dengan tembusan kepada menteri.
- (2) dalam waktu 30 (tiga puluh) hari terhitung sejak keberatan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) diterima, perseroan wajib memberikan jawaban atas keberatan yang diajukan disertai alasannya.

- (3) Dalam hal perseroan menolak keberatan atau tidak memberikan penyelesaian yang disepakati kreditur, maka dalam waktu 30 (tiga puluh) hari terhitung sejak jawaban perseroan diterima, kreditur dapat mengajukan gugatan ke Pengadilan Negeri yang daerah hukumnya meliputi tempat kedudukan perseroan.

Pasal 39 UU No.1 Tahun 1995:

- (1) Pengurangan modal berlaku setelah perubahan Anggaran Dasar mendapat persetujuan menteri.
- (2) Persetujuan menteri atas perubahan Anggaran Dasar sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) hanya diberikan apabila:
 - a. tidak terdapat keberatan tertulis dari kreditur dalam jangka waktu sebagaimana dimaksud dalam pasal 38 ayat (1);
 - b. telah dicapai penyelesaian atas keberatan yang diajukan kreditur; atau
 - c. gugatan kreditur telah mendapat putusan pengadilan yang mempunyai kekuatan hukum tetap.

Pasal 40 UU No.1 Tahun 1995:

Perubahan Anggaran Dasar disertai persetujuan menteri tentang pengurangan modal harus didaftarkan dan diumumkan sesuai dengan ketentuan dalam pasal 21 dan pasal 22.

Pasal 41 UU No.1 Tahun:

- (1) Pengurangan modal harus dilakukan atas setiap saham atau atas semua saham dari klasifikasi saham yang sama secara seimbang.
- (2) Dalam hal terjadi lebih dari satu klasifikasi saham keputusan pengurangan modal hanya dapat diambil sepanjang sesuai dengan keputusan yang telah diambil terlebih dahulu dalam rapat pemegang saham dari klasifikasi tersebut yang haknya dirugikan oleh keputusan pengurangan modal.

Mengingat modal sangat urgen bagi perseroan khususnya bagi pemegang saham maka undang-undang mengatur tentang penambahan dan pengurangan modal perusahaan. Penambahan dan pengurangan modal harus mendapat persetujuan RUPS. Penambahan bagi pemegang saham berarti harus menyediakan dana tambahan atau mengundang masuknya pemegang saham baru. Karena itu undang-undang memberikan hak kepada pemegang saham yang disebut Hak Untuk Memesan Efek Terlebih Dahulu. Hak itu memberikan kesempatan kepada

pemegang saham untuk membeli terlebih dahulu saham yang akan dikeluarkan perusahaan.

Pengurangan modal bagi perusahaan berarti semakin berkurangnya kekayaan perusahaan. Menurut Ratnawati Prasodjo terdapat 2 implikasi pengurangan modal perusahaan:¹¹⁹

- a. Perseroan melakukan pembayaran kembali atas saham yang dikeluarkan karena perusahaan tidak memerlukan modal besar.
- b. Perusahaan menderita kerugian sehingga sebagian modal terpaksa disusutkan atas saham-saham yang telah dikeluarkan.

Bagi pemegang saham pengurangan modal berarti semakin berkurangnya nilai investasi diserahkan, sedangkan bagi pihak ketiga terutama kreditur, pengurangan modal perseroan berarti berkurangnya kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya. Karena itu pemegang saham dan kreditur dapat mengajukan keberatan atas rencana pengurangan saham perseroan.

2. Kedudukan Pemegang Saham Dalam Perusahaan Pada Umumnya

2.1. Pengertian Pemegang Saham

Salah satu ciri PT sebagai suatu perusahaan adalah keseluruhan modalnya terdiri dari saham. Sedangkan saham seperti sudah dikemukakan sebelumnya pada dasarnya merupakan tanda kepemilikan seseorang dalam sebuah PT. Dengan demikian bila beberapa orang ingin mendirikan sebuah perusahaan yang berbentuk

¹¹⁹ *Ibid*, hal. 40-41

PT, maka orang tersebut harus terlebih dahulu menentukan berapa modal yang akan dikumpulkan. Dari modal tersebut masing-masing pihak menentukan bagian yang akan diambilnya untuk dimasukkan sebagai modal perusahaan. Mereka yang telah menyerahkan dananya untuk modal perusahaan atau mengambil bagian saham inilah yang disebut dengan pemegang saham.

Sehubungan dengan pengertian pemegang saham McOliver dan E. Marshall mengatakan: "*In a corporation capital is divided into shares and the person who hold the shares are obviously enough, referred to as shareholders. In the ordinary type of company the word shareholder is synonymous with members.*"¹²⁰

Terjemahan menurut penulis: Dalam perseroan modal dibagi atas saham-saham, karenanya orang yang memiliki saham disebut pemegang saham. Dalam organisasi pada umumnya kata pemegang saham sama dengan anggota.

Dalam perkembangannya sebuah perusahaan bisa saja menambah modal untuk pengembangan perusahaan, maka hal itu dapat dilakukan dengan berbagai cara misalnya dengan mengeluarkan saham baru yang akan dijual kepada pemegang saham yang lama atau orang yang baru sama sekali mereka ini disebut investor.¹²¹

Dengan demikian jumlah pemegang saham dalam perusahaan tidaklah statis melainkan dinamis, dalam artian bisa bertambah atau berkurang.

Dalam konsep ekonomi pemegang saham berarti penguasaha yang menanamkan modalnya (investor) pada suatu perusahaan.¹²² Dengan membeli

¹²⁰ Mc Oliver dan Enid Marshall, *op cit*, hal.22

¹²¹ Rochmat Soemitro, *Hukum Perseroan Terbatas, Yayasan dan Wakaf*, Bandung, Eresco, 1993, hal.22

¹²² Munir Fuady, Buku III, *Op cit*. hal. 109

saham seseorang berarti melakukan investasi yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan dari investasi yang dilakukan. Bagi perusahaan pemegang saham juga berstatus sebagai pemilik perusahaan, sehingga dia mempunyai hak dan kewajiban serta tanggung jawab terhadap perusahaannya.

2.2. Konsekwensi Kepemilikan Saham dalam Perusahaan.

Kepemilikan saham akan melahirkan konsekwensi baik secara ekonomis maupun juridis. Secara ekonomis seorang pemegang saham berarti melakukan investasi atau menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Dengan demikian dia juga akan menerima konsekwensi ekonomis baik itu keuntungan atau kerugian yang lahir dari aktivitas perusahaan.

Konsekwensi kerugian yang akan ditanggung ialah :

1. Pemegang saham tidak akan menerima apa-apa bila perusahaan tersebut tidak memperoleh keuntungan.. Berlainan bila seseorang menyimpan uang di bank misalnya, dia akan selalu memperoleh bunga, apakah bank yang bersangkutan rugi atau untung.
2. Bila perusahaan bangkrut atau dilikuidasi, maka pemegang saham tidak akan memperoleh kembali modalnya, sebelum perusahaan terlebih dahulu membayar seluruh utangnya dari harta kekayaan yang tinggal. Dengan demikian bila seseorang berinvestasi dalam bentuk saham, maka sebagai pemegang saham dia harus sudah siap dengan resiko modalnya tidak akan kembali kalau perusahaan itu bangkrut. Bagi pemegang saham perusahaan publik selalu terdapat resiko penurunan harga saham sehingga nilai investasi menjadi berkurang

Sebaliknya pemegang saham juga akan memperoleh berbagai bentuk keuntungan yakni:

1. Pemegang saham akan memperoleh hasil pembagian keuntungan atau deviden setiap tahunnya kalau perusahaan memperoleh keuntungan dan ada kesepakatan untuk membagi keuntungan tersebut. Sedangkan bagi perusahaan publik keuntungan yang dapat diperoleh dapat berasal dari peningkatan nilai jual saham atau *Capital Gain*.
2. Keuntungan untuk memperoleh hak lain yang diberikan oleh undang-undang, atau ditetapkan dalam anggaran dasar perseroan, seperti hak untuk memesan saham terlebih dahulu (*preemptive right*), atau hak untuk mendapat saham bonus.
3. Pemegang saham dapat terlibat dalam dalam pengelolaan perusahaan apakah sebagai direksi atau komisaris. Hal itu juga dapat mendatangkan keuntungan tersendiri yakni berupa gaji dan tunjangan lainnya.

2.3. Hak dan Kewajiban Hak Pemegang Saham

Pemegang saham mempunyai hak-hak tertentu yang diberikan dan dilindungi oleh undang-undang atau lahir dari kesepakatan yang dituangkan dalam anggaran dasar. Satjipto Rahardjo mengemukakan bahwa hak melindungi kepentingan seseorang dengan cara mengalokasikan suatu kekuasaan untuk bertindak dalam rangka kepentingan tersebut. Kekuasaan yang demikian itulah

yang disebut hak.¹²³ Dengan demikian sasaran dari hak adalah kepentingan bukan hanya karena dilindungi oleh hukum melainkan juga karena pengakuan.

Mengutip pendapat Fritzgerald, Satjipto Rahardjo selanjutnya mengemukakan ciri-ciri hak adalah:

- 1) Hak diletakkan pada seseorang yang merupakan pendukung hak atau disebut juga dengan subjek hukum.
- 2) Hak tertuju pada orang lain sehingga hal itu melahirkan penegakan kewajiban.
- 3) Hak mewajibkan pihak lain untuk melakukan sesuatu (*commission*) atau untuk tidak melakukan sesuatu (*ommission*).
- 4) *Commission* dan *ommission* itu menyangkut sesuatu yang disebut sebagai objek dari hukum
- 5) Setiap hak dari hukum mempunyai letak yaitu peristiwa tertentu yang menjadi alasan melekatnya hak itu pada pemiliknya.¹²⁴

Hak dan kewajiban selalu berkaitan erat. Suatu hak akan melahirkan kewajiban bagi pihak lain yakni untuk melakukan atau tidak melakukan sesuatu yang berkaitan dengan hak itu. Pemegang saham suatu perusahaan juga akan memperoleh hak-hak baik itu yang diberikan oleh hukum ataupun yang lahir dari perjanjian yakni seperti yang termuat dalam Anggaran Dasar perusahaan. Secara umum hak pemegang saham dapat dibedakan atas;

-Hak primer

¹²³ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum*, Bandung Alumni, 1986, hal. 93

¹²⁴ *Ibid*, hal. 95

-Hak derivatif

Hak primer terdiri dari:

- 1) Hak untuk memperoleh hasil pembagian keuntungan (dividen). Tujuan utama seseorang untuk melakukan usaha termasuk memiliki saham tidak lain adalah keuntungan. Dengan membeli saham seseorang akan mengharapkan pembagian keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan yang dibagi sesuai aturan dan tata cara yang disepakati.
- 2) Hak suara. Pemegang saham dalam perseroan sekaligus juga berarti pemilik
- 3) Perusahaan. Oleh karena itu dia berhak terlibat dalam penentuan kebijakan perusahaan. Hak itu diwujudkan dengan hak suara yang memungkinkannya ikut dalam RUPS dan memberikan suaranya dalam penentuan kebijakan perusahaan. Menurut pasal 72 UU No.1 Tahun 1995 setiap saham yang dikeluarkan mempunyai satu suara kecuali Anggaran Dasar menentukan lain.
- 4) Hak untuk memperoleh hasil pembagian sisa kekayaan setelah perusahaan dilikuidasi. Bila perusahaan dilikuidasi harta kekayaan perusahaan terlebih dahulu harus digunakan untuk membayar segala kewajibannya. Kalau masih terdapat sisanya baru kemudian dibagi seimbang berdasarkan kepemilikan saham.

Di samping hak primer seperti yang dikemukakan di atas, pemegang saham juga mempunyai hak-hak lain baik yang terdapat dalam UU No.1 tahun 1995 atau yang ditetapkan dalam Anggaran dasar perusahaan. Hak pemegang saham yang diatur dalam UU No.1 tahun 1995 yakni:

1. Hak untuk membeli saham perusahaan kalau perusahaan ingin mengeluarkan perusahaan baru (*preemptive right*) atau hak untuk membeli terlebih dahulu saham yang hendak dijual oleh pemegang saham lainnya (*right of first refusal*).¹²⁵ *Preemptive right* yaitu dalam pasal 36 ayat (1) UU No. 1 Tahun 1995 yang menyatakan bahwa: "Dalam hal Anggaran Dasar tidak menentukan lain, seluruh saham yang dikeluarkan dalam penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada pemegang saham seimbang dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama."
2. Hak untuk mengajukan gugatan terhadap perseroan apa bila dirugikan karena tindakan perseroan yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan yang wajar akibat keputusan RUPS, direksi atau komisaris (Pasal 54 ayat (2) UU No.1 tahun 1995).
3. Hak untuk meminta saham dibeli dengan harga yang wajar bila tidak menyetujui tindakan perseroan yang merugikan pemegang saham seperti dalam perubahan anggaran dasar, penjualan, penjaminan atau penukaran sebagian atau seluruh kekayaan perseroan dan tindakan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perseroan (Pasal 55 ayat (1) jo pasal 104 ayat (2) UU No. 1 Tahun 1995).
4. Hak untuk meminta diadakannya RUPS. Pemegang saham dapat meminta direksi atau komisaris untuk mengadakan RUPS tahunan atau RUPS lainnya (Pasal 66 ayat (1) UU No. 1 tahun 1995. Di samping itu pemegang saham juga

¹²⁵ Erman Radjaguguk, *Indonesianisasi Saham*, Jakarta, Bina Aksara, 1985, hal.89

berhak untuk meminta pengadilan negeri untuk memberi izin untuk melakukan pemanggilan sendiri bila direksi atau komisaris tidak melaksanakan RUPS tahunan yang telah ditentukan (Pasal 67 ayat (1) UU No. 1 Tahun 1995).

5. Hak untuk mewakili suara kepada pihak lain dalam RUPS (Pasal 71 ayat (1) UU No.1 Tahun 1995).
6. Hak untuk mengajukan gugatan kepada direksi/ komisaris karena kesalahan atau kelalaian yang mengakibatkan kerugian pada perseroan (Pasal 85 ayat (3) dan pasal 98 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995)
7. Hak untuk melakukan pemeriksaan terhadap perseroan. Pemegang saham untuk melakukan pemeriksaan dalam hal adanya dugaan perseroan, direksi atau komisaris telah melakukan perbuatan melawan hukum yang merugikan pemegang saham atau pihak ketiga (pasal 110 ayat (3a) UU No.1 Tahun 1995).
8. Hak untuk meminta pembubaran perusahaan melalui pengadilan negeri seperti diatur dalam Pasal 117 ayat (1) butir b UU No.1 tahun 1995.

Di samping mempunyai hak pemegang saham juga mempunyai kewajiban tertentu terhadap perusahaan kewajiban tersebut adalah:

1. Pemegang saham yang telah setuju untuk mengambil bagian saham dalam pendirian perusahaan, harus menyeter sejumlah nilai saham yang diambilnya (Pasal 26 ayat (3) UU No.1 tahun 1995).

2. Setiap pemegang saham bertanggung jawab terhadap kerugian perusahaan sesuai dengan saham yang dimilikinya, seperti yang diatur dalam pasal 3 ayat (1) UU No.1 tahun 1995 .
3. Setiap pemegang saham yang menyalahgunakan harta kekayaan perusahaan dan atau melakukan perbuatan hukum sebagai mana dimaksud dalam pasal 3 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995, wajib bertanggung jawab sampai harta kekayaan pribadinya.
4. Kewajiban untuk mengalihkan sebagian saham kepada pihak lain bilamana saham perusahaan hanya dimiliki oleh satu orang. Menurut pasal 7 ayat (3) UU No.1 Tahun 1995 bila penyerahan tidak dilakukan, maka pemegang saham yang bersangkutan bertanggung jawab sampai harta kekayaan pribadinya.

3. Pemegang Saham Minoritas Pada Persahaan Publik

3.1. Kepemilikan Saham pada Perusahaan Publik

Salah satu ciri perusahaan publik adalah perusahaan tersebut telah mencatatkan dan menjual sebagian saham-sahamnya di pasar modal untuk dijual kepada publik. Akibatnya adalah bahwa kepemilikan sahamnya menyebar dan bisa sangat banyak sehingga kadang-kadang sulit untuk mengetahui dengan pasti jumlah penguasaan paham oleh pihak atau orang-orang tertentu. Dalam keadaan demikian pemerintah merasa perlu mengontrol perusahaan publik tersebut, misalnya dengan adanya kewajiban untuk membuat laporan kepemilikan saham yakni mereka yang memiliki lebih dari lima persen.

Dengan telah dijualnya saham melalui pasar modal, kepemilikan sahamnya tidak lagi hanya pada pendirinya, melainkan juga oleh masyarakat bahkan juga oleh pihak asing. Dengan demikian masing-masing pihak yang membeli saham tersebut mungkin hanya sebagian kecil saja dari saham perusahaan sehingga dalam pemungutan suara dan pengambil kebijakan investor publik ini tidak berperan sama sekali.

Kepemilikan saham pada perusahaan yang sudah menjual sahamnya di pasar modal dapat beralih dengan cepat dari satu pihak ke pihak lainnya. Bahkan perusahaan yang sahamnya tidak aktif diperdagangan dapat hentikan perdagangannya (*suspend*) dan hal itu menandakan perusahaan tersebut tidak diminati oleh investor, atau ada pihak-pihak yang sengaja hanya menyimpan saham tersebut.¹²⁶ Kalau keadaan itu berlanjut, saham perusahaan tersebut dapat dikeluarkan dari bursa (*delisting*) sehingga saham tidak dapat lagi diperdagangkan di bursa.¹²⁷

Penyebaran saham perusahaan kepada publik pada dasarnya bertujuan untuk mengundang partisipasi luas masyarakat untuk ikut dalam kepemilikan perusahaan sekaligus untuk ikut dalam pengelolaan dan menikmati hasil-hasil yang diperoleh oleh perusahaan. Walaupun perusahaan telah menjual sahamnya kepada publik, namun dalam kenyataannya khususnya dalam pasar Modal Indonesia saham yang

¹²⁶ *Suspend* (penundaan) hanya menunda sementara perdagangan saham di bursa bila otoritas publik melihat kejanggalan atau penyimpangan dalam perdagangan di bursa. Otoritas dapat juga menetapkan sanksi terhadap emiten atau pelaku bursa lainnya. Bila kemudian perdagangan sudah normal, syarat-syarat atau denda sudah dipenuhi, perdagangan efek yang bersangkutan bisa lagi dibuka.

¹²⁷ *Delisting* berarti mengeluarkan suatu efek emiten dari pencatatan di bursa sehingga tidak dapat lagi diperdagangkan di bursa. Walaupun demikian saham tersebut masih tetap bisa diperdagangkan di luar bursa.

dijual kepada publik hanya sebagian kecil dari keseluruhan saham perusahaan, sehingga kendali perusahaan tetap dipegang oleh pendiri atau pemilik semula.

3.2. Kedudukan Pemegang Saham Minoritas Pada Perusahaan Publik.

Mengingat menyebarnya kepemilikan saham pada perusahaan publik maka akan terdapat banyak pemegang saham dalam perusahaan. Pemegang saham dalam perusahaan dapat dibedakan atas pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas pemegang saham yang menguasai sebagian besar saham sehingga dalam RUPS dapat menentukan arah dan kebijakan perusahaan. Pemegang saham mayoritas ini mungkin hanya satu atau beberapa orang/pihak saja namun menentukan pengambilan keputusan. Pemegang saham minoritas adalah pemegang saham yang hanya menguasai sebagian kecil saham sehingga dalam RUPS sehingga tidak dapat mengendalikan perusahaan. Menurut Blacks's Law Dictionary, *"Minority shareholder is those shareholders of a corporation who hold so few shares in relation to the total outstandings that they are unable to control the management of the corporation or to elect director."*¹²⁸

Terjemahan menurut penulis: (Pemegang saham minoritas adalah mereka yang memegang saham perusahaan dalam jumlah kecil jika dibandingkan dengan jumlah saham yang ada sehingga mereka tidak dapat mengontrol manajemen atau memilih direksi).

Walaupun secara kuantitas jumlah pemegang saham minoritas namun secara kualitas kepemilikan saham mereka hanya sebagian kecil dari total saham

¹²⁸ Hendry Campbell Balck, *op cit.* hal.900

perusahaan. Akibatnya mereka tidak mempunyai kendali atas kebijakan perusahaan, pada hal mereka juga sebagi pemilik perusahaan. Dalam keadaan demikian jalannya perusahaan ditentukan oleh pemegang saham mayoritas. Pemegang saham mayoritas ini akan membawa perusahaan ke arah kebijakan yang mereka inginkan. Permasalahan akan timbul bilamana pemegang saham mayoritas tersebut hanya memanfaatkan perusahaan untuk tujuan atau kepentingan mereka sendiri sehingga pemegang saham minoritas dirugikan.

Undang-undang memang tidak menentukan batas kapan dapat dikatakan pemegang saham mayoritas dan minoritas. Namun dalam standar umum dikatakan bahwa pemegang saham mayoritas adalah mereka yang menguasai saham dengan hak suara lebih dari lima puluh persen. Namun dalam keadaan tertentu pengambilan keputusan menggunakan sistem *super majority* artinya keputusan baru dapat diambil bila disetujui mayoritas mutlak pemegang saham. Pasal 76 UU No.1 tahun 1995 misalnya mensyaratkan pengambilan keputusan dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan bila RUPS dihadiri oleh pemegang saham yang mewakili paling sedikit $\frac{3}{4}$ bagian dari jumlah saham dengan hak suara yang sah dan disetujui oleh $\frac{3}{4}$ bagian dari jumlah suara tersebut.

Untuk perusahaan publik bahkan lebih sulit untuk menentukan kepemilikan saham mayoritas karena menyebarnya kepemilikan saham. Untuk mengatasi persoalan itu Bapepam mewajibkan pelaporan kepemilikan saham yang melebihi lima persen dan mewajibkan adanya *tender offer* dalam pengalihan saham yang lebih dari 20%. Dengan demikian dalam perusahaan publik pihak yang menguasai

20% saham dengan hak suara dianggap dapat mengendalikan perusahaan jadi dianggap sebagai pemegang saham mayoritas.

Undang-undang juga tidak secara tegas menentukan batasan tentang pemegang saham minoritas. Namun dalam beberapa pasal dalam UU No.1 tahun 1995 secara implisit dikemukakan batasan pemegang saham minoritas yakni mereka yang menguasai samapai 10% saham dengan hak suara yang sah. Ketentuan itu berkaitan dengan hak pemegang saham seperti hak untuk meminta diadakannya RUPS dalam Pasal 66 ayat (2), hak untuk menuntut direksi atau komisaris dalam Pasal 85 ayat (3) jo. Pasal 98 ayat 2, dan untuk memintakan pembubaran perseroan dalam pasal 117 ayat (1) butir b UU No.1 tahun 1995.

Dapat dikatakan bahwa kedudukan pemegang saham minoritas pada perusahaan publik sangat lemah, pada hal dari segi kuantitas bisa saja jumlah mereka lebih dominan. Karena tidak adanya koordinasi di antara mereka kekuatan mereka jadi tidak dapat disatukan. Keadan ini semakin diperparah lagi dengan realitas bahwa sebagian besar investor publik tidak menaruh perhatian terhadap kebijakan dan jalannya perusahaan. Mereka hanya memusatkan perhatian terhadap turun naiknya harga saham. Sering kali mereka tidak hadir dalam RUPS, karena kehadiran mereka tidak begitu berpengaruh terhadap pengambilan keputusan.

Karena lemahnya kedudukan pemegang saham minoritas sudah sepantasnya negara memberikan perlindungan hukum dengan tujuan agar kepentingan mereka tidak dirugikan. Tanpa adanya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas yang nota benenya adalah investor publik yang berinvestasi di pasar

modal, tentu saja mereka akan sering menderita kerugian. Bila hal ini terjadi maka kepercayaan dan minat untuk berinvestasi di pasar modal akan berkurang. Selanjutnya hal ini dapat mengganggu ketersediaan dana untuk pengembangan dunia usaha.

3.3. Pengaturan tentang Pemegang Saham Minoritas.

Walaupun kedudukan pemegang saham minoritas atau investor publik ini sangat strategis baik bagi perusahaan maupun negara secara keseluruhan, pengaturannya kelihatannya masih bersifat parsial dan sepintas lalu saja. Pengaturan tersebut dapat ditemui dalam berbagai peraturan khususnya dalam UU No.1 Tahun 1995 dan UU No.8 Tahun 1995. Dalam UU No.1 Tahun 1995 pengaturan tentang pemegang saham minoritas dapat ditemui dalam pasal 104 ayat (2), pasal 110 ayat (3) pasal 117 ayat (1) butir b.

Undang-Undang No.8 tahun 1998 juga tidak mengatur secara khusus tentang pemegang saham minoritas namun dalam banyak hal substansinya sangat terkait dengan pengaturan pemegang saham minoritas karena dalam perusahaan publik, pemegang saham minoritas atau investor kecil inilah yang banyak terlibat di dalamnya.

Di samping dalam kedua undang-undang di atas pengaturan tentang pemegang saham minoritas juga ditemui dalam berbagai peraturan yang tingkatannya dibawah undang-undang, seperti PP 27 tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan, PP No.28 tahun 1999 tentang Merger, Akuisisi dan Konsolidasi Perbankan.

Dalam pelaksanaan Pasar modal, peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan Bursa Efek juga ditemui aturan yang berkaitan dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, seperti Keputusan Ketua Bapepam No. Kep.85/PM/1999 tentang Penawaran Tender dalam pelaksanaan akuisisi Perusahaan Publik.

4. Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

4.1. Urgensi Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas Pada Perusahaan Publik.

Salah satu tujuan pasar modal adalah untuk menghimpun dana dengan cara yang mudah dan murah dari masyarakat melalui investasinya di pasar modal. Dengan dana yang dihimpun perusahaan publik memperoleh kesempatan untum melakukan ekspansi atau pengembangan usaha baik secara vertikal atau horizontal. Potensi yang dimiliki oleh masyarakat itu hanya dapat dihimpun melalui suatu pasar modal yang dikelola dengan baik sehingga memberikan prospek investasi yang baik masyarakat.

Besarnya potensi pasar modal Indonesia dapat dilihat dari perkembangan jumlah emiten dan dana masyarakat yang berhasil dihimpun. Pada tahun baru 1988 baru tercatat 24 perusahaan publik atau emiten dengan dana yang dihimpun sebanyak Rp.0.5 triliun. Angka itu melonjak menjadi 238 perusahaan publik dalam

tahun 1995 dengan dana yang terhimpun sebanyak Rp.152,2 triliun atau meningkat 126,3% pertahunnya.¹²⁹

Walaupun demikian bila dibandingkan dengan negara-negara lain bahkan dengan negara-negara ASEAN, Indonesia masih jauh tertinggal bila dilihat dari ukuran kapitalisasi pasar. Dalam tahun 1996 kapitalisasi pasar BEJ baru 40% dari Produk Domestik Bruto (PDB) sedangkan Philipina sudah mencapai 90%, Thailand mencapai 100%, Singapura 225% dan Malaysia 250%.¹³⁰ Dengan demikian terlihat bahwa potensi dana masyarakat yang masih dapat dihimpun oleh perusahaan publik masih sangat besar.

Selain dari jumlah dana yang begitu besar masyarakat yang terlibat dalam pasar modal juga begitu besar. Memang belum ada data akurat tentang jumlah investor publik yang berasal dari warga negara Indonesia sendiri (investor domestik), Namun dalam tahun 1995 diperkirakan baru terdapat sekitar 400.000 investor domestik. Salah satu target BEJ adalah untuk meningkatkan rasio investor publik dari jumlah penduduk menjadi 2% atau sekitar 5 juta orang. Namun angka itu kelihatan masih jauh dari sasaran mengingat data terbaru menunjukkan bahwa dalam tahun 2000 diperkirakan baru terdapat sekitar 500.000 investor domestik yang aktif di BEJ.¹³¹

Dari angka tersebut terlihat besarnya investor domestik dan potensi yang dapat dikembangkan. Mengingat sebagian besar investor domestik adalah investor

¹²⁹ Mas Achmad Daniri dan Syahrir Ika, *Kiat Bursa Efek Jakarta Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, dalam Brahmantio Istijo, *op cit*, hal. 4.

¹³⁰ *Ibid*, hal. 10

¹³¹ I Putu gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Jakarta Indonesia Priter, 2000, hal.330.,

kecil sehingga kedudukan mereka adalah sebagai pemegang saham minoritas, maka sudah sepantasnyalah diciptakan perlindungan hukum yang memadai agar tercipta suasana berusaha yang sehat bagi mereka. Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas harus menjadi sasaran utama dan target dari deregulasi baik melalui hukum perusahaan ataupun melalui hukum pasar modal.¹³² Pemerintah cukup menyadari hal itu, mengingat sudah dikeluarkannya berbagai peraturan dan kebijakan di bidang hukum perusahaan dan pasar modal serta peraturan terkait lainnya.

4.2. Teori-Teori tentang Pelindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas

Salah satu ciri investasi di Pasar Modal adalah tingginya unsur ketidakpastian karena banyaknya faktor yang mempengaruhi fluktuasi harga saham. Walaupun demikian dalam hal tertentu investasi di pasar modal ini juga rasional dan terukur, karena itu investasi harus dilakukan dengan pertimbangan yang wajar yang logis dan rasional. Namun aktivitas di pasar modal tidak terlepas dari pertentangan kepentingan serta praktek bisnis yang tidak fair.

Sekurangnya terdapat dua teori dasar yang melandasi perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, yakni Teori Kontraktual dan Teori Konsensi.¹³³ Menurut teori kontraktual, para pemegang saham sampai kepada

¹³² Munir Fuady Hukum Bisnis I, *op cit*, hal.104

¹³³ Roman Tomasic, *op cit*. hal.419.

suatu kesepakatan untuk melakukan usaha bersama melalui perjanjian yang tertuang dalam akta pendirian dan anggaran dasar perusahaan. Perjanjian itu melahirkan hak-hak yang secara implisit menunjukkan bahwa pihak yang lemah akan terabaikan haknya. Oleh karena itulah perlu adanya aturan untuk melindungi mereka yang mempunyai posisi yang lemah dari tindakan pihak manajemen yang hanya mengejar kepentingan sendiri. Yang lebih penting adalah bagaimana pemegang hak dapat menuntut hak-hak mereka kalau terjadi pelanggaran yang sudah disepakati melalui aturan hukum yang berlaku.

Menurut teori konsensi negara selalu mempunyai peranan untuk mengatur perilaku perusahaan. Oleh karena selalu terdapat kemungkinan bahwa semua anggota tidak diperlakukan secara adil, maka negara harus mengeluarkan mekanisme atau aturan untuk menjamin agar anggota minoritas dapat melindungi hak mereka sendiri.

Kedua teori tersebut memperlihatkan dasar perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas. Dari teori itu kemudian timbul beberapa konsep untuk melindungi pemegang saham khususnya kepentingan pemegang saham minoritas baik dari *corporate behavior* maupun dari *managerial behavior*. Dari tingkah laku perusahaan misalnya lahir prinsip transparansi (*disclosure*) perusahaan publik,¹³⁴ agar setiap pemegang saham dapat mengambil keputusan atas tindakannya berdasarkan kondisi perusahaan yang sesungguhnya berdasarkan informasi yang disampaikan.

¹³⁴ Prinsip keterbukaan tetap dalam batas-batas tertentu agar tidak merugikan kepentingan perusahaan sendiri, seperti menyangkut rahasia perusahaan. Kesulitannya adalah mencari batasan antara keseimbangan publik dengan perusahaan. Munir Fuady, *Hukum Bisnis Dalam Teori dan Praktek Bk.II op cit* hal. 52.

Pemegang saham dalam taraf tertentu tidak bertanggung jawab atas tindakan manajemen perusahaan yang merugikan pemegang saham. Secara umum direksi harus berbuat sebaik mungkin untuk kepentingan perusahaan sesuai dengan prinsip *fiduciary duty*. Tindakan manajemen itu harus selaras dengan *duty of loyalty* dan *Duty of care*, arti harus berbuat benar-benar untuk kepentingan perusahaan dan dengan standar kehati-hatian dan profesionalisme. Kalau manajemen perusahaan melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan prinsip-prinsip di atas, maka mereka bertanggung jawab sendiri sedangkan pemegang saham terlepas dari resiko yang terjadi¹³⁵

4.3. Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dan Aturan Hukum Dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.

Pembicaraan tentang hak-hak pemegang saham minoritas tidak dapat dilepaskan dari hak-hak pemegang saham secara umum. Namun dalam perusahaan publik, terdapat hak lain yang perlu mendapat perlindungan. Dalam UU No. 1 Tahun 1995 yang di dalam Bab VII-nya diatur tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan tidak diatur secara khusus tentang hak-hak pemegang saham minoritas. Ketentuan itu lebih banyak mengatur tentang masalah prosedural dan administratif dan sedikit tentang hak-hak pihak tertentu.¹³⁶ Namun dalam berbagai aturan yang tersebar dikenal beberapa hak pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik yakni:

¹³⁵ *Ibid*, hal 94

¹³⁶ Munir Fuady, *op Cit*, hal. 5

- 1) Hak untuk mendapat informasi tentang rencana untuk melaksanakan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Hak ini sejalan dengan prinsip transparansi dan keterbukaan. Dalam Pasal 105 ayat (2) UU No.1 tahun 1995 dinyatakan bahwa direksi wajib mengumumkan rencana tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan serta hasil yang tentang rencana tersebut dalam dua surat kabar harian, paling lambat 14 sebelum pemanggilan RUPS.
- 2) Hak untuk mendapat persetujuan dari sebagian besar pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas. Penggabungan, peleburan dan pengambilalihan diputuskan melalui mayoritas mutlak (*Super Majority*), yakni minimal harus dihadiri 3/4 pemegang saham dengan hak suara dan keputusan harus dengan persetujuan dari 3/4 suara yang hadir (Pasal 105 ayat (1) UU No.1 tahun 1995)
- 3) Hak untuk menjual sahamnya dengan harga yang wajar (*appraisal right*), Bila pemegang saham minoritas tidak menyetujui rencana yang diajukan, maka pemegang saham minoritas dapat meminta perusahaan untuk membeli sahamnya dengan harga yang wajar, (104 ayat (2) UU No.1 tahun 1995).¹³⁷
- 4) Hak Untuk melakukan tuntutan (*derivative suite*)¹³⁸ terhadap perseroan bilamana dalam penggabungan, peleburan tersebut direksi atau komisaris melakukan perbuatan hukum yang merugikan perseroan, pemegang saham atau pihak ketiga lainnya (Pasal 110 ayat (3) butir a UU No. 1 Tahun 1995).

¹³⁷ Appraisal Right sebenarnya hak pemegang saham minoritas untuk meminta pengadilan menetapkan memberi saham mereka dengan harga yang wajar. *Ibid*, hal.50

¹³⁸ Derivative Suite diajukan dengan dasar (*cause de action*) kerugian terhadap perusahaan bukan terhadap pribadi pemegang saham. *Ibid*.

Walaupun hak-hak yang termuat dalam UU No.1 Tahun 1995 seperti yang dikemukakan di atas tidak khusus mengatur perusahaan publik, melainkan untuk PT pada umumnya namun sesuai asas hukum aturan umum tersebut juga berlaku bagi perusahaan publik sepanjang tidak ada aturan khusus tentang perusahaan publik yang mengaturnya menyimpang dari aturan umum tersebut.

Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 juga memuat aturan-aturan tentang perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, yakni:

- 1) Pasal 82 ayat (1) UU No.8 Tahun 1995 menyatakan bahwa Bapepam dapat mewajibkan Emiten atau perusahaan publik untuk memperoleh persetujuan mayoritas pemegang saham independen bila dalam transaksi terjadi pertentangan kepentingan.
- 2) Pasal 86 UU No.8 tahun 1995 mewajibkan Emiten membuat pengumuman kepada masyarakat tentang peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga saham termasuk penggabungan peleburan dan pengambilalihan.
- 3) Pasal 87 Ayat (2) UU No.8 Tahun 1995 mewajibkan kepada pihak yang menguasai sekurang-kurangnya 5% saham perusahaan publik untuk melaporkan kepemilikannya kepada Bapepam. Ketentuan ini diperkuat dengan keputusan Ketua Bapepam No Kep. 86/PM/ 1996.

Selain perlindungan dan hak-hak di atas, UU No.8 Tahun 1995 juga mengatur perbuatan yang dilarang yang berkaitan dengan kegiatan pasar modal. Salah satu tujuannya pelarangan tersebut adalah untuk melindungi investor termasuk pemegang saham minoritas. Perlindungan itu diperkuat dengan penegakan

hukum dan pemberian sanksi bila terjadi pelanggaran terhadap perbuatan yang dilarang. Ketentuan tersebut adalah:

- Bab XI (Pasal 95-99) UU No.8 tahun 1995 tentang Perbuatan yang Dilarang
- Bab XII (Pasal 100) UU No.8 Tahun 1995 tentang Pemeriksaan.
- Bab XIII (Pasal 101) UU No.8 tahun 1945 tentang Penyidikan
- Bab XIV (Pasal 102) tentang Sanksi Administratif.
- Bab XV (Pasal 103-110) tentang Ketentuan Pidana

Perlindungan diatas bersifat publik artinya perlaksanaanya diserahkan kepada negara. Dalam banyak hal perlindungan itu oleh negara diserahkan kepada Bapepam seperti dalam penjatuhan sanksi administratif, denda, pemeriksaan dan penyidikan. Sedangkan bila Berkaitan dengan tindak pidana perlindungan itu juga melibatkan penegak hukum lainnya seperti kejaksaan dan kehakiman.

Disamping itu terdapat berbagai aturan baik itu dalam Keputusan Menteri, Keputusan Ketua Bapepam dan aturan yang dikeluarkan oleh Pelaksana Bursa Efek yang cukup banyak, sangat dinamis dan elastis serta sesuai dengan kondisi dan kebutuhan. Semua itu saja tentu ditujukan untuk menciptakan perlindungan kepada berbagai pihak yang terlibat dalam pasar modal dan perusahaan publik serta minciptakan pasar yang sehat, efisien, dinamis, fair dan transparan.

BAB III.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Penelitian

Setelah dilakukan penelitian sesuai dengan permasalahan yang dikemukakan maka dari data yang berhasil dikumpulkan dapat disajikan hasil penelitian sebagai mana diuraikan berikut ini.

1. Perlunya Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.

Dalam meneliti permasalahan yang berkaitan dengan perlunya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, telah diidentifikasi dua dasar pemikiran tentang mengapa diperlukan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, yakni:

1. Alasan ekonomis
2. Alasan prakti

Kedua pemikiran ini akan dikaji berdasarkan kenyataan-kenyataan konkrit yang diperoleh penelitian.

1.1. Alasan Ekonomis

Yang dimaksud dengan alasan ekonomis adalah segala potensi ekonomi yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas dalam pengembangan perekonomian baik secara makro ataupun secara mikro. Potensi ekonomi secara makro adalah potensi ekonomi yang dapat dimanfaatkan untuk pengembangan

ekonomi secara luas atau ekonomi negara secara keseluruhan, seperti dalam penyediaan dana untuk pembangunan, pemerataan hasil pembangunan dan sebagainya. Sedangkan potensi ekonomi mikro adalah potensi ekonomi dalam arti sempit yakni bagi sebuah perusahaan dalam memperoleh dana alternatif bagi pengembangan usaha suatu perusahaan.

Sebagaimana telah diuraikan dalam pembahasan sebelumnya, pasar modal mempunyai peranan penting dalam pengembangan ekonomi baik secara makro atau secara mikro. Secara makro pasar modal dapat membantu negara dalam penyediaan dana untuk melaksanakan pembangunan, sedangkan secara mikro pasar modal dapat menjadi sumber pendanaan alternatif dari sebuah perusahaan untuk melakukan pengembangan usaha. Pembicaraan tentang pasar modal tidak bisa dilepaskan dari mereka yang terlibat di dalamnya terutama mereka yang melakukan aktivitas jual dan beli efek khususnya saham. Mereka inilah yang disebut dengan investor publik. Dalam konteks kepemilikan perusahaan atau saham khususnya di Indonesia investor publik ini identik dengan pemegang saham minoritas, karena kepemilikan saham mereka dalam perusahaan bersifat minoritas. Walaupun kedudukan mereka dalam perusahaan relatif kecil atau minoritas, namun keberadaan mereka secara keseluruhan tentu tidak dapat begitu saja diabaikan karena potensi modal yang dimiliki dapat menyediakan dana bagi perusahaan yang membutuhkannya.

Pentingnya kedudukan pemegang saham minoritas tersebut dapat diidentifikasi dari potensi yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas sebagai

pihak yang terlibat dalam pasar modal. Dengan investasi yang dilakukan di pasar modal melalui perusahaan publik, pemegang saham minoritas telah menunjukkan peranan mereka yang sangat penting dalam pengembangan perusahaan publik. Pada awalnya pasar modal sebagai suatu media untuk menghimpun dana dari masyarakat di Indonesia belum begitu mendapat perhatian. Baru setelah pemerintah menghadapi kesulitan dana untuk pelaksanaan pembangunan, pemerintah mulai mengalihkan perhatian ke pasar modal ini yakni sejak tahun 1987 dengan dikeluarkannya berbagai paket di bidang Ekonomi, yakni Paket Desember 1987, Paket Oktober 1998 dan paket Desember 1988. Melalui ketiga paket itu dilakukan perubahan mendasar di bidang pasar modal.¹³⁹ Walaupun demikian aktivitas pasar modal masih menggunakan landasan hukum yang lama sehingga sulit masih sulit berkembang serta menampung berbagai perubahan yang terjadi..

Menyadari keadaan tersebut pemerintah berupaya untuk memberi landasan hukum yang kokoh bagi Pasar Modal dan aktivitas perusahaan publik, yakni dengan dikeluarkannya UU No.8 tahun 1995 sebagai pengganti UU No.15/Drt/1952 tentang Bursa dan Keputusan menteri Keuangan No.1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal yang dirasakan tidak lagi dapat menampung perkembangan yang terjadi. Sebelumnya pengaturan masalah pasar modal belum begitu mendapat perhatian sehingga aturan hukum yang mengaturnya juga menjadi terabaikan. Dengan dikeluarkannya UU No.8 Tahun 1995 ini maka aktivitas pasar modal sudah Mempunyai landasan hukum yang kuat serta dapat mengakomodasi berbagai

¹³⁹ Bapepam, *Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Bapepam, 2000, hal.15

perkembangan yang terjadi di bidang ini. Sejak saat itu pasar modal memperlihatkan perkembangan yang berarti. Hal itu terlihat dari perkembangan jumlah emiten, kapitalisasi pasar dan jumlah investor publik di pasar modal.

Untuk melihat secara pasti asumsi di atas perlu dilakukan penelitian lapangan berkaitan dengan perkembangan pasar modal Indonesia terutama yang berkaitan dengan perkembangan perusahaan publik atau emiten serta dana yang terhimpun dari pasar modal. Penyajian data ini diharapkan dapat memberikan gambaran konkrit tentang pentingnya pasar modal dan secara khusus pemegang saham publik dalam perolehan dana bagi dunia usaha serta dalam perekonomian nasional secara makro. Untuk membahas permasalahan ini telah dilakukan penelitian di Bapepam dan Bursa Efek Jakarta.

Pertama akan dikemukakan gambaran perkembangan jumlah emiten yang sudah *listing* di Bursa Efek Jakarta yang dapat dilihat dalam tabel di bawah ini:

**Tabel 1: Perusahaan yang Listing (Emiten) di Bursa Efek Jakarta
(Tahun 1996-2000)**

Nomor	Tahun	Jumlah Emiten
1	1996	153
2	1997	182
3	1998	288
4	1999	277
5	2000	187

Sumber: Diolah dari Laporan Bapepam: Kegiatan Pasar Modal Indonesia 1996-2000

Perkembangan jumlah emiten saja tanpa diikuti dengan data tentang dana yang dapat dihimpun oleh emiten untuk pengembangan dunia usaha tentu tidak begitu berarti. Kuantitas atau jumlah perusahaan yang sudah go publik belum tentu mencerminkan besarnya jumlah dana terkumpul dari masyarakat. Karena itu perlu juga diungkapkan data tentang jumlah dana yang terkumpul melalui emisi saham di bursa baik melalui Penawaran Saham Perdana atau "*Initial Public Offering*" (IPO) ataupun melalui pengeluaran saham baru atau "*rights issues*". Penelitian telah dilakukan di Bapepam dan BEJ tentang dana terkumpul melalui Emiten dalam lima tahun belakangan. Data ini diharapkan memberikan gambaran tentang bagaimana pentingnya peranan pemegang saham minoritas dalam pengembangan dunia usaha. Gambaran di atas dapat dilihat dari tabel berikut ini:

**Tabel 2: Nilai Emisi Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-2000
(dalam trilliun rupiah)**

Nomor	Tahun	IPO	Rights Issues	Jumlah
1	1996	2,662	11,924	14,668
2	1997	3,950	15,887	19,807
3	1998	0,680	5,070	5,570
4	1999	0,805	129,930	130,735
5	2000	17,120	2,829	19,940

Sumber: Diolah dari Data Bapepam (Laporan Kegiatan pasar Modal Indonesia Tahun 2000)
Keterangan: Jumlah ini belum termasuk dana yang terkumpul melalui Bursa Efek Surabaya (BES). Namun jumlah itu relatif kecil.

Disamping data tentang dana terhimpun melalui emisi saham, perlu juga dikemukakan gambaran tentang nilai kapitalisasi pasar di BEJ untuk menunjukkan

peranan pasar modal pada umumnya dan pemegang saham minoritas dalam aktivitas perekonomian khususnya perusahaan publik. Kapitalisasi pasar adalah mencakup semua nilai perdagangan di bursa untuk semua jenis efek yang dikeluarkan oleh emiten sehingga mencerminkan pergerakan nilai uang di Bursa Efek. Data tersebut dapat dilihat dari tabel berikut ini:

**Tabel 3: Nilai Kapitalisasi Pasar Bursa Efek Jakarta (1996-2000)
(dalam Trilyun Rupiah)**

Nomor	Tahun	Nilai Kapitalisasi Pasar
1	1996	215,026
2	1997	303,700
3	1998	175,887
4	1999	451,814
5	2000	259,620

Sumber: Diolah dari laporan Bapepam dan Fact Book Jakarta Stock Exchange 1996-2000

Gambaran berikutnya yang perlu dikemukakan adalah jumlah investor yang terlibat dalam pasar modal atau dengan kata lain jumlah pemegang saham minoritas yang terlibat sebagai pemegang saham dalam perusahaan publik. Namun setelah penelitian diadakan ternyata tidak terdapat atau sulit diketahui data resmi tentang jumlah investor baik yang berbentuk perorangan atau melalui badan atau institusi. Hal itu disebabkan karena kepemilikan saham publik sangat dinamis dan dalam waktu yang singkat dapat berpindah dari satu tangan ke tangan lainnya. Namun diperkirakan jumlahnya sebanyak 500.000 orang.¹⁴⁰

¹⁴⁰ I Putu Gede Arysuta, *Menuju Pasar Modal Modern, op cit.* hal 330

Namun berkaitan dengan pemegang saham ini dapat diungkapkan asal jenis investor yakni dapat dibedakan atas investor asing dan investor dalam negeri atau domestik. Dalam melihat potensi pasar modal secara umum ini perlu dikemukakan perbandingan antara investor asing dan domestik. Perbandingan ini bukan berkaitan dengan jumlah investor melainkan berdasarkan jumlah pedagang yang terjadi antara kedua bentuk investor tersebut. Data ini sekaligus dapat menjadi indikator bagi persentase kepemilikan saham antara pemegang saham publik asing atau dalam negeri. Data tersebut dapat dilihat dalam tabel di bawah ini:

Tabel 4: Persentase Nilai Perdagangan/ Kepemilikan Investor Asing dengan Investor Domestik di BEJ (Tahun 1996-2000)

Nomor	Tahun	Investor Domestik %	Investor Asing %
1	1996	29	71
2	1997	44	56
3	1998	58,50	41,50
4	1999	65,02	34,98
5	2000	79,80	20,20

Sumber: Laporan Bapepam 2000, Fact Book Jakarta Stock Exchange dan JSX Statistik, 1996-2000

Data yang dikemukakan di atas nantinya akan dianalisis dalam pembahasan untuk melihat bagaimana sesungguhnya potensi yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik.

1.2. Alasan Praktis

Yang dimaksud dengan alasan praktis adalah alasan yang berkaitan dengan praktek atau aktivitas pasar modal yang melibatkan berbagai pihak terkait khususnya antara emiten dengan investor atau perusahaan publik dengan pemegang saham minoritas. Dalam tataran ideal sebenarnya tidak perlu adanya pertentangan antara emiten atau pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, karena kedua pihak sebenarnya mempunyai tujuan yang sama yakni memperoleh keuntungan dari investasi mereka melalui perolehan *dividen* dan *capital gain*. Namun dalam praktek seringkali terjadi pertentangan antara emiten atau pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas yang kadang kala berakhir dengan dirugikannya kepentingan pemegang saham minoritas.

Dari penelitian terungkap beberapa alasan terjadinya pertentangan kepentingan antara emiten dengan pemegang saham minoritas, yakni:

- a. Masih begitu dominannya kepemilikan pemegang saham pendiri dalam sebuah perusahaan publik. Kondisi ini selanjutnya mengakibatkan kuatnya kekuasaan pemegang saham pendiri dalam pengelolaan perusahaan. Berkaitan dengan komposisi kepemilikan sahampada perusahaan publik ini telah dilakukan penelitian terhadap 10 Emiten di BEJ. Dari analisis terhadap komposisi kepemilikan saham dapat diungkapkan data sebagai mana tergambar dari tabel berikut ini.

Tabel 5: Komposisi Kepemilikan Saham Publik dari 10 Emiten di BEJ

Nomor	Nama Perusahaan	Saham Pendiri %	Saham Publik %	Jumlah %
1	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	76,68%	26,32%	100%
2	PT. Lautan Luas Tbk.	69,93%	30,07%	100%
3	PT. Perusahaan Perkebunan London Sumatera Indonesia Tbk.	67,82%	32,18%	100%
4	PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	68%	32%	100%
5	PT. Ristia Bintang Mahkota Sejahtera Tbk.	68,18%	31,82%	100%
6	PT. Multi Polar Corporation Tbk.	77,14%	22,86%	100%
7	PT. Alter Abadi Tbk.	80,83%	19,17%	100%
8	PT. Selamat Sentosa Tbk.	66,66%	33,33%	100%
9	PT. Mitra Rajasa Tbk.	65%	53%	100%
10	PT. Lippo Karawaci Tbk.	76,32%	23,76%	100%

Sumber: Diolah dari Prospektus Emiten di Bursa Efek Jakarta

b. Kuatnya kedudukan pemegang saham pendiri mengakibatkan seringnya terjadi pemanfaatan perusahaan untuk kepentingan pihak pemegang saham mayoritas. Gambaran ini dapat dilihat dari berbagai pelanggaran yang dilakukan oleh emiten terhadap peraturan yang ada sehingga akan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Pelanggaran yang dilakukan oleh emiten dalam pasar modal dapat dibedakan atas dua bentuk yakni: pelanggaran administratif dan pelanggaran

terhadap peraturan perundang-undangan di pasar modal baik yang berindikasi pidana atau tidak. Banyaknya pelanggaran yang dilakukan oleh Emiten di Pasar Modal sehingga dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas dapat dilihat dari data yang dikemukakan di bawah ini.

Tabel 6: Pelanggaran Administratif yang Ditangani Bapepam (1996-2000)

Nomor	Tahun	Pelanggaran administratif	Jumlah Denda (dalam milyar rupiah)
1	1996	40	2,1
2	1997	28	0,3
3	1998	95	7,3
4	1999	295	7,96
5	2000	149	13,19

Suber: Diolah dari Laporan Tahunan Bapepam 1996-2000

Dari pelanggaran administratif yang terjadi kiranya perlu juga diungkapkan beberapa bentuk pelanggaran administratif yang banyak ditangani oleh Bapepam. Pelanggaran administratif ini lebih banyak berkaitan dengan peraturan administratif yang termuat dalam peraturan pemerintah di bidang pasar modal ataupun keputusan yang dikeluarkan oleh Bapepam sendiri. Bentuk pelanggaran tersebut tergambar dari tabel di berikut ini:

**Tabel 7: Bentuk-Bentuk Pelanggaran Administratif yang Ditangani Bapepam
(Tahun 1996-2000)**

Nomor	Bentuk Pelanggaran	Tahun				
		1996	1997	1998	1999	2000
1	Laporan Keuangan Tahunan	18	8	78	84	*
2	Laporan Keuangan Tengah Tahunan	19	20	12	55	
3	Laporan Kejadian Penting	3	-	-	1	
4	Laporan Penggunaan Dana IPO	-	-	-	34	
5	Laporan Penjatahan Saham	-	-	-	5	
6	Laporan Tahunan	-	-	5	116	
	Jumlah	40	28	95	295	149

Sumber: Laporan Kegiatan Pasar Modal Indonesia Tahun 1996-2000

*Catatan: Untuk tahun 2000 belum ada laporan tentang bentuk pelanggaran lebih rinci. Hanya terdapat data tentang sanksi yang telah diberikan terhadap 149 Emiten.

Selain pelanggaran administrasi Bapepam juga menangani pelanggaran terhadap hukum dan perundang-undang di pasar modal baik yang berindikasi pidana atau tidak. Dari penelitian yang dilakukan terlihat bahwa Bapepam baru mulai aktif menangani kasus yang berindikasi pidana ini tahun 1999 dan 2000. Hal itu dapat dilihat dari laporan tahunan Bapepam yang baru memuat laporan pelanggaran ini dalam laporan tahun 1999 dan 2000. Gambaran tentang pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di pasar modal dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 8: Penanganan Kasus Pelanggaran Peraturan di Bidang Pasar Modal (Tahun 1999-2000)

Nomor	Tahun	Jumlah Kasus
1	1999	10
2	2000	39

Sumber: Laporan Kegiatan pasar Modal Indonesia tahun 2000

Dari kasus seperti yang dikemukakan di atas perlu juga diungkapkan bentuk-bentuk pelanggaran yang sudah dan tengah ditangani oleh Bapepam.. Gambaran tersebut dapat dilihat dari tabel di bawah ini:

Tabel 9: Bentuk Kasus yang Ditangani oleh Bapepam (Tahun 2000)

Nomor	Dugaan Pelanggaran	Jumlah Kasus	
		2000	1999
1	Keterbukaan Informasi	16	3
2	Benturan kepentingan	6	-
3	Perdagangan saham yang dilarang	5	4
4	Praktek Tanpa Izin	4	-
5	Insider Trading	2	1
6	Misleading Information/Manipulasi Pasar	2	1
7	Kasus Lainnya	4	1
	Jumlah	39	10

Sumber: Laporan Tahunan Bapepam Tahun 2000

2. Hak-Hak Pemegang Saham dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

Untuk melihat apakah peraturan hukum yang ada sudah melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, maka sudah dilakukan penelitian terhadap peraturan yang berkaitan dengan persoalan-persoalan ini. Kajian terhadap peraturan perundang-undangan dalam penelitian yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik, harus mencakup beberapa peraturan terkait meliputi:

- a. Peraturan yang berkaitan dengan hukum perusahaan, khususnya Undang-Undang No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas dan peraturan pelaksanaannya
- b. Peraturan yang berkaitan dengan perusahaan publik dalam hal ini adalah peraturan yang berkaitan dengan Pasar Modal, yakni Undang-Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya
- c. Peraturan di Bidang Perbankan, yakni UU No.7 tahun 1992 jo Undang-Undang No.10 tahun 1998 dan peraturan pelaksanaannya.

Berkaitan dengan peraturan terkait tersebut pembahasan juga difokuskan pada dua persoalan pokok yakni:

- a. Aturan-aturan yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.

- b. Aturan-aturan yang berkaitan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan tersebut.

2.1. Pengaturan Tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan.

Bila dilihat dari sejarahnya, praktek penggabungan, peleburan dan pengambilalihan sebenarnya sudah berjalan sejak lama dan perkembangan itu dapat dibedakan atas beberapa fase:

- 1) Fase penggabungan yang dipelopori oleh Badan Usaha Milik Negara (BUMN), yakni dimulai dengan akuisisi yang dilakukan pemerintah terhadap perusahaan ex-Belanda sejak tahun 1950-an yang melahirkan perusahaan seperti Persero Niaga, PT Koja Bahari, Perum Pelabuhan, Perum Angkasa Pura dan PT Industri Sandang. Sedangkan di bidang perbankan akuisisi ini telah melahirkan bank seperti BNI, BBD, BDN dan Bank Eksim. Di bidang pertambangan juga telah terjadi penggabungan antara Permina dan Permigan yang melahirkan Pertamina.¹⁴¹
- 2) Fase kedua adalah dengan keluarnya UU No.1 Tahun 1967 tentang Penanaman Modal Asing (PMA). Berubahnya kebijakan pemerintah di bidang PMA yang pada mulanya membolehkan pihak asing memiliki seluruh saham perusahaan PMA (*straight investment*) menjadi diharuskannya perusahaan asing didirikan

¹⁴¹ Gontor A. Aziz, *Regulasi Akuisisi di Indonesia Tinjauan Yuridis Akuisisi*, dalam Berita Pasar Modal, NO.39 Edisi Khusus 1995, hal. 41

dalam bentuk PMA (*joint venture*) pada tahun 1974. Hal itu telah mengakibatkan terjadinya akuisisi wajib melalui Indonesianisasi saham, sehingga setiap perusahaan asing harus menyerahkan sekurang-kurangnya 51% sahamnya kepada partner Indonesianya dalam jangka waktu 10 tahun.

Setelah itu pada tahun 1970-an, pemerintah mengeluarkan kebijaksanaan untuk memperbaiki kinerja perbankan swasta nasional di Indonesia, yakni dengan menghimbau diadakannya penggabungan antara bank untuk memperkuat struktur permodalan, pelayanan dan kinerja perbankan. Himbauan itu diikuti dengan keluarnya Surat Edaran Bank Indonesia No.5/104 UPBB/PbB tanggal 12 Desember 1972 tentang tata cara dalam mengadakan penggabungan usaha (*merger*) dan peleburan usaha (*konsolidasi*) yang diedarkan oleh Bank Indonesia ke seluruh bank swasta. Saat ini menandai dimulainya pengaturan tentang penggabungan dan peleburan.

Berikutnya pada tahun 1973 Direktorat Jenderal Pembinaan Hukum Departemen Kehakiman mengeluarkan pula Surat Edaran No. Y.A. 5/20/4 yang juga mengatur tentang penggabungan dan peleburan yang ditujukan kepada semua notaris, wakil notaris, dan wakil notaris sementara. Surat edaran ini dikeluarkan untuk mendukung Surat Edaran Bank Indonesia tersebut. Sebagai tindak lanjut dari Surat Edaran tersebut dikeluarkan juga pedoman tentang tata cara penyusunan Anggaran Dasar dan perubahan Anggaran Dasar Perseroan Terbatas.

Karena semakin berkembangnya dunia usaha dan mengingat dasar hukum yang ada baru dalam taraf Surat Edaran Dirjen, maka hal itu dirasa belum mempunyai dasar hukum yang kuat. Oleh karena itu tahun 1989 ketentuan itu dituangkan dalam Surat Keputusan (SK) Menteri Keuangan, yakni Surat Keputusan No. 278/KMK.01/1989 tanggal 25 Maret 1989 tentang Peleburan Usaha dan Penggabungan Usaha Bank.

Mengingat semua ketentuan yang ada masih bersifat khusus yakni di bidang perbankan, maka Badan Pengawas Pasar Modal merasa perlu juga mengatur pelaksanaan ketentuan tersebut khususnya berkaitan dengan perusahaan yang sudah menjual sahamnya di Pasar Modal. Untuk itu Bapepam mengeluarkan Surat Edaran No.S-456/PM/ 1991 tanggal 12 April 1991 tentang Pembelian Saham dan Penyertaan pada Perusahaan Lain yang diedarkan kepada seluruh direksi perusahaan yang telah menjual sahamnya kepada masyarakat.

3. Penggabungan, peleburan dan pengambilalihan baru mempunyai dasar hukum yang kuat yakni dalam tingkat undang-undang dengan dikeluarkannya UU No. 7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Undang-undang ini diikuti oleh peraturan pelaksanaannya dengan dikeluarkannya PP No.70 tahun 1992 tentang Bank Umum dan PP No.71 Tahun 1992 tentang Bank Perkreditan Rakyat, serta Keputusan Menteri Keuangan RI No.22 KMK.01/1993 tentang Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank. Walaupun sudah ada dasar hukum yang kuat namun aturannya masih bersifat sektoral yakni khusus berlaku terhadap perusahaan perbankan.

4. Perkembangan berikutnya yang sangat penting adalah dengan dikeluarkannya UU No. 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. Dalam Bab VII pasal 102 -109 diatur tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan. Dengan keluarnya undang-undang ini maka lahirlah dasar hukum yang kuat yang tidak hanya berlaku sektoral, melainkan berlaku umum untuk semua perusahaan dalam bidang atau sektor apapun.

Untuk lebih memahami peraturan semua tersebut perlu dilakukan pembahasan terhadap peraturan-peraturan yang ada dalam tiga bidang hukum seperti yang dikemukakan di atas secara agak lebih mendalam. Dengan pembahasan tersebut diharapkan dapat diketahui apakah peraturan yang ada telah dapat memberikan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik.

1) Dalam Hukum Perusahaan

Dalam UU No.1 Tahun 1995, masalah penggabungan, peleburan dan Pengambilalihan diatur dalam Bab VII yang terdiri dari delapan pasal yakni dari pasal 102 sampai dengan pasal 103. Seperti dikemukakan sebelumnya, aturan yang termuat dalam undang-undang tersebut lebih banyak membuat ketentuan tentang persyaratan dan prosedur yang harus dilakukan dalam melakukan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Hal-hal yang diatur dalam ketentuan tersebut pada dasarnya terdiri dari :

- a. Persyaratan rencana penggabungan atau peleburan seperti yang diatur dalam pasal 102 UU No.1 tahun 1995

- b. Persyaratan dan tata cara pengambilalihan seperti diatur dalam pasal 102 UU No.1 tahun 1995
- c. Kepentingan -kepentingan yang harus diperhatikan, diatur dalam pasal 104 UU No.1 Tahun 1995
- d. Sahnya keputusan tentang penggabungan, diatur dalam pasal 105 ayat (1) UU No.1 Tahun 1995
- e. Persyaratan tentang pengumuman rencana penggabungan, peleburan dan pengambilalihan diatur dalam pasal 105 ayat (2) UU No.1 tahun 1995
- f. Langkah-langkah dan prosedur dalam melaksanakan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan seperti diatur dalam sebagian besar pasal-pasal tersebut.
- g. Akibat hukum dari penggabungan dan peleburan, dan pengambilalihan pasal 107 UU No.1 tahun 1995
- h. Pengumuman hasil penggabungan, peleburan dan pengambilalihan pasal 108 UU No.1 Tahun 1995
- i. Ketentuan tentang pengaturan lebih lanjut dalam peraturan pemerintah. pasal 109 UU No.1 tahun 1995

Sebagai langkah operasional dari aturan pasal 110 UU No.1 tahun 1995 telah dikeluarkan peraturan PP No.27 tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan terbatas dan PP No.28 Tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Usaha Perbankan. Kedua peraturan tersebut pada dasarnya memuat aturan yang sama, hanya saja bidang usaha yang

diatur berbeda. PP No.27 Tahun 1998 berlaku umum untuk semua perusahaan, sedangkan PP No.28 Tahun 1999 hanya berlaku untuk perusahaan di sektor perbankan. Substansi yang diatur kedua peraturan itu pada dasarnya meliputi:

- a) Pengertian penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.
- b) Syarat-syarat penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.
- c) Tata cara penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.
- d) Keberatan terhadap penggabungan, peleburan dan pengambilalihan
- e) Pengesahan atau persetujuan dan perizinan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan.
- f) Ketentuan lain seperti pengumuman hasil penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dan hal-hal yang harus diperhatikan direksi.

Untuk melihat peraturan perundang-undangan yang mengatur tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dalam bidang Hukum Perusahaan dapat dilihat tabel di berikut ini

Tabel 10: Pengaturan tentang Panggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan di Bidang Hukum Perusahaan

Nomor	Nama Peraturan	Substansi
1	UU No.1 Tahun 1995	Perseroan Terbatas
2	PP No.27 Tahun 1998	Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan PT
3	PP No.28 Tahun 1999	Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank

2) Dalam Bidang Hukum Perbankan

Seperti sudah dikemukakan sebelumnya, regulasi tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan ini pada dasarnya terlebih dahulu terjadi di bidang perbankan, namun dalam masa ini masih menggunakan istilah Merger, Akuisisi dan Konsolidasi yang diambil dari bahasa Inggris, yakni *Merger, Acquisition dan consolidation*. Dalam tingkat undang-undang persoalan tersebut diatur dalam UU No.7 Tahun 1992 yang telah diubah dengan UU No.10 Tahun 1998, yakni dalam dalam pasal 28 yang menyatakan:

- (1) Merger, Konsolidasi dan Akisisi wajib terlebih dahulu mendapat izin pimpinan Bank Indonesia.
- (2) Ketentuan mengenai Merger, Konsolidasi dan Akuisisi ditetapkan dengan peraturan pemerintah.

Sebagai peraturan pelaksana dari UU No.7 Tahun 1992 telah dikeluarkan PP No. 70 Tahun 1992 mengenai Bank Umum. Di dalamnya juga diatur tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi, yakni dalam dalam Bab III, pasa 15-20. Peraturan Pemerintah ini telah mengalami beberapa kali perubahan. Perubahan terakhir adalah dengan PP No.28 tahun 1999 tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank. Sebagai peraturan pelaksana dari PP tersebut Bank Indonesia telah mengeluarkan Keputusan direksi BI yakni Keputusan Direksi BI No.32/51/KEP/DIR tanggal 14 Mei, 1999 tentang Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank Umum dan Keputusan Direksi BI No.32/52/KEP/DIR untuk Bank Perkreditan Rakyat (BPR). Peraturan-peraturan tersebut pada dasar memuat:

a. Izin Merger, Konsolidasi dan Akuisisi bank hanya dapat dilakukan atas persetujuan menteri keuangan setelah mendengar pertimbangan Bank Indonesia. Khusus untuk akuisisi hanya diperlukan izin sebagai mana dimaksudkan kalau akuisisi mengakibatkan peralihan saham bank umum lebih dari 50%. (pasal 15 ayat 1 dan pasal 19 PP No.70 Tahun 1992 jo. PP No. 73 tahun 1998).

b. Syarat dan prosedur Merger, Konsolidasi dan Akuisisi.

Sebagai peraturan pelaksana dari PP No.70 tahun 1992 pemerintah mengeluarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan No.222/KMK/017/1993 tentang Persyaratan dan Tata Cara Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank.

Keputusan Menteri keuangan ini pada dasarnya memuat:

a. Pengertian Merger yang menyebutkan sebagai penggabungan dari dua bank atau lebih dengan tetap mempertahankan berdirinya salah satu bank sementara satu bank (bank-bank lainnya) dilikuidasi.

b. Bank Umum yang dimerger/ konsolidasi meliputi:

i. antar Bank Umum

ii. antara Bank Umum dengan Bank Perkreditan Rakyat

iii. antar Bank Perkreditan Rakyat

c. Perizinan:

Dikenal dua macam izin untuk merger yaitu:

i. Izin prinsip (dalam rangka persiapan merger)

- ii. Izin merger (dalam rangka penggabungan dan pencabutan izin usaha bank yang dilikuidasi)

Permohonan izin harus dengan melampirkan syarat-syarat:

- i. notulen RUPS
- ii. rancangan akta jual beli saham yang akan melakukan merger
- iii. rancangan akta perjanjian merger
- iv. rancangan Anggaran Dasar dari bank hasil merger
- v. proyeksi neraca dan perhitungan rugi laba gabungan bank hasil merger

Sedangkan untuk mengajukan izin merger (izin tetap) maka dokumen-dokumen yang harus dilampirkan adalah:

- i. perubahan Anggaran Dasar yang telah disahkan oleh Menteri Kehakiman, jadi sebelumnya harus mengajukan persetujuan dari Menteri Kehakiman.
- ii. akta jual beli saham bank yang telah melakukan merger (harus terlebih dahulu dilakukan persetujuan jual beli saham sebelum di merger).
- iii. akta perjanjian merger
- iv. neraca dan perhitungan rugi laba.

Di samping itu khusus untuk Bank Perkreditan Rakyat pemerintah juga mengeluarkan PP No.71 Tahun 1992 tentang Bank Perkreditan Rakyat. Peraturan ini juga memuat aturan tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi., yakni dalam Bab III pasal 12- 17-nya. Ketentuan ini pada dasarnya juga mengatur hal yang sama seperti Peraturan Pemerintah No. 70 tahun 1992, yakni mengatur tentang perizinan, syarat-syarat dan prosedur tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi dalam Bank

"Emiten atau perusahaan publik yang melakukan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan lain wajib mengikuti ketentuan mengenai keterbukaan, kewajaran dan pelaporan yang ditetapkan oleh Bapepam dan peraturan perundang-undangan lain yang berlaku."

Namun karena UU No.8 tahun 1998 memuat berbagai aturan lain yang berkaitan dengan perusahaan publik, maka mau tidak mau aturan ini juga akan berkaitan dengan masalah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan khususnya terhadap perusahaan yang go publik atau emiten. Sebagai langkah pelaksanaan dari UU No.8 Tahun 1995 pemerintah telah mengeluarkan PP No.45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Bursa. Peraturan ini juga bersifat umum yakni mengatur segala aktivitas pasar modal yang di dalamnya termasuk masalah Penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik.

Aturan yang khusus berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik di bidang pasar modal ini terdapat dalam Keputusan Ketua Bapepam yakni:

- a. Kep-85/PM/1996/24 januari 1996 Pedoman tentang Bentuk dan Isi Pernyataan Tender
- b. Kep-52/PM/1997 tanggal 24 Desember 1996 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten.
- c. Kep-04/PM/2000 Tanggal 13 Maret 2000 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.
- d. Kep-10/PM/2000 Tanggal 13 Maret 2000 tentang Penawaran Tender.

Untuk lebih memudahkan mengetahui berbagai aturan yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan di bidang Hukum Pasar Modal ini dapat dilihat dari tabel di bawah ini

Tabel 12: Pengaturan Penggabungan Peleburan dan Pengambilalihan dalam Bidang Hukum Pasar Modal

Nomor	Nama Peraturan	Substansi
1	UU No.8 Tahun 1995	Pasar Modal
2	PP No.45 Tahun 1995	Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal
3	Kep. Bapepam Kep-85/PM/1996	Pedoman tentang Bentuk dan Isi Pernyataan Penawaran Tender
4	Kep. Bapepam Kep-52/PM/1997	Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten
5	Kep. Bapepam Kep-04/PM/2000	Pengambilalihan Perusahaan Terbuka
6	Kep. Bapepam Kep-10/PM/2000	Penawaran Tender

2. 2. Pengaturan Hak-hak Pemegang Saham Minoritas

Seperti sudah dikemukakan dalam uraian sebelumnya, perlindungan hukum dan hak pemegang saham minoritas tidak diatur secara khusus melainkan diatur secara terpisah dalam berbagai pengaturan. Dari berbagai pengaturan yang ada dapat diketahui bahwa dalam banyak hal pengaturan tentang hak pemegang saham minoritas tidak dapat dipisahkan dari pengaturan tentang hak-hak pemegang saham pada umumnya. Namun terdapat beberapa pengaturan yang secara spesifik menyebutkan hak pemegang saham minoritas. Oleh karena itu tinjauan disini

dibedakan atas hak pemegang saham pada umumnya dan hak pemegang saham minoritas.

2.2.1. Hak pemegang saham pada umumnya.

Undang-undang No.1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas mengatur berbagai hak pemegang saham pada umumnya dalam arti setiap pemegang saham. Pada dasarnya hak-hak pemegang saham itu dapat dibedakan atas dua bagian yakni hak utama dan hak derivatif.¹⁴²

Hak utama pemegang saham terdiri dari:

1. Hak suara seperti yang diatur dalam pasal 71 jo pasal 72 UU No.1 tahun 1995
2. Hak untuk memperoleh deviden sebagaimana diatur dalam pasal 62 ayat 2. UU No.1 tahun 1995
3. Hak untuk memperoleh sisa kekayaan setelah likuidasi seperti diatur dalam pasal 124 ayat (2) jo pasal 119 ayat (2d) UU No.1 Tahun 1995

Untuk lebih memudahkan untuk mengetahui hak-hak utama atau primer pemegang saham yang diatur dalam Undang-Undang No.1 Tahun 1995 dapat diketahui dalam tabel seperti di berikut ini.

¹⁴² Tentang hak-hak pemegang saham lebih rinci dapat dilihat dalam Herman Susetyo, *Perkembangan Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham dalam Perseroan Terbatas*, Tesis, Undip, Semarang 1999

Tabel 13: Hak Utama Pemegang Saham dalam UU No.1 tahun 1995

Nomor	Jenis Hak	Pasal Yang Mengatur
1	Hak Suara	Pasal 71, 72
2	Hak Atas Deviden	Pasal 62
3	Hak atas Pembagian Sisa Kekayaan Hasil Likuidasi	Pasal 119 ayat (2d) jo 124 ayat (2)

Selain hak utama di atas terdapat beberapa hak pemegang saham lainnya yang tergolong sebagai hak derivatif yang terdiri dari:

1. Hak untuk mengajukan gugatan ke Pengadilan Negeri

Hak ini dapat ditujukan terhadap:

- a. perseroan sebagaimana diatur dalam pasal 54 ayat (2) dan (3) UU No.1 Tahun 1992, yakni dalam hal pemegang saham merasa dirugikan oleh tindakan perseroan yang dianggap tidak adil, dan tanpa alasan yang wajar sebagai akibat keputusan RUPS, Direksi atau Komisaris;
- b. anggota direksi yang karena kesalahannya atau kelalaiannya menimbulkan kerugian pada perseroan. Gugatan ini harus dilakukan atas nama perseroan yang mewakili paling sedikit 1/10 bagian dari seluruh saham dengan hak suara yang sah.
- c. Kepada Komisaris yang karena kesalahannya atau kelalaiannya menimbulkan kerugian kepada perseroan. Hak itu juga atas nama perseroan yang mewakili paling sedikit 1/10 bagian dari jumlah keseluruhan saham dengan hak suara yang sah.

2. Hak untuk meminta kepada perseroan agar membeli sahamnya dengan harga yang wajar, bila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan perseroan yang merugikan pemegang saham atau perseroan, dalam hal:
 - a. perubahan Anggaran Dasar;
 - b. penjualan, penjaminan, penukaran sebagian atau keseluruhan saham perseroan atau;
 - c. penggabungan, peleburan dan pengambilalihan (pasal 55 UU No.5 tahun 1995).
3. Hak Untuk meminta kepada direksi untuk menyelenggarakan RUPS (pasal 66 ayat (2) UU No.1 tahun 1995. Hak ini bersifat perseorangan atau secara bersama-sama mewakili 1/10 bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah atau jumlah yang lebih kecil sebagaimana ditentukan dalam Anggaran Dasar perseroan yang bersangkutan.
4. Hak untuk memohon kepada Pengadilan Negeri untuk melakukan sendiri pemanggilan RUPS tahunan atau RUPS lainnya (Pasal 67 ayat (1) UU No.1 tahun 1995.
5. Hak untuk memeriksa dan mendapatkan salinan Daftar Pemegang Saham, risalah dan pembukuan, sebagaimana diatur dalam pasal 86 ayat (3) UU No.1 tahun 1995
6. Hak untuk meminta dilakukan pemeriksaan terhadap perseroan dengan persetujuan Pengadilan Negeri. Hak ini dapat diajukan dengan alasan perseroan melakukan perbuatan melawan hukum yang merugikan pemegang

saham atau pihak ketiga, atau direksi atau komisaris melakukan perbuatan melawan hukum yang merugikan perseroan atau pemegang saham atau pihak ketiga, seperti diatur dalam pasal 110 UU No.1 Tahun 1995

7. Hak untuk meminta pembubaran perseroan seperti yang diatur dalam pasal 117 UU No.1 tahun 1995. Hak ini bersifat perorangan atau lebih yang mewakili paling sedikit $\frac{1}{10}$ bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah.

8. Hak untuk membeli saham terlebih dahulu. Hak ini dapat dibedakan atas:

a. Saham yang dikeluarkan oleh perseroan dalam rangka penambahan modal seperti diatur pasal 36 ayat (1) UU No.1 Tahun 1995. Hak ini dapat dibatasi dalam Anggaran Dasar, seperti diatur pasal 50 UU No. 1 Tahun 1995.

b. Hak untuk membeli saham yang akan dijual oleh pemegang saham lainnya, seperti diatur dalam pasal 51 UU No.1 Tahun 1995.

Selain dari hak-hak utama, terdapat hak lain yang disebut hak derivatif yang diatur dalam UU No.1 Tahun 1995 dapat dilihat dalam tabel yang berikut ini :

Tabel 14: Hak Derivatif Pemegang Saham dalam UU No.1 tahun 1995

Nomor	Jenis Hak	Pasal Yang mengatur
1	Hak untuk Membeli Saham terlebih Dahulu	36 ayat (1) jo 51
2	Hak Mengajukan Gugatan:	
	a. Terhadap Perseroan	54
	b. Terhadap Direksi	85 ayat (3)
	c. Terhadap Komisaris	98 ayat (2)
3	Minta Perseroan Membeli Saham dengan Harga yang Wajar	55 jo 104 ayat (2)
4	Meminta Direksi Menyelenggarakan RUPS	66 ayat (2)
5	Meminta kepada Pengadilan Memanggil Sendiri RUPS	67 (1)
6	Memeriksa dan Mendapatkan Salinan Daftar Pemegang Saham	86 ayat (3)
7	Meminta dilakukan Pemeriksaan terhadap Perseroan	110
8	Minta Pembubaran Perseroan	117

2.2.2. Hak Pemegang Saham Minoritas.

Selain mengatur hak-hak pemegang saham pada umumnya UU No.1 Tahun 1995 juga memuat aturan yang secara spesifik menyebutkan hak pemegang saham minoritas. Pasal yang dengan tegas menyebutkan perlindungan hukum atau hak pemegang saham minoritas diatur dalam pasal 104, khususnya pasal 104 ayat (2) yang menyebutkan hak untuk menjual saham dengan harga yang wajar. Di samping itu juga terdapat aturan yang dapat digolongkan memberi hak khusus kepada pemegang saham minoritas, yakni sekurang-kurangnya mewakili 1/10 hak

suara yang sah, yakni dalam pasal 66 ayat (2), 85 ayat (3), 98 ayat (2), 110 dan 117 ayat (1) butir b UU No.1 Tahun 1995. Hak-hak khusus pemegang saham minoritas yang termuat dalam UU No.1 Tahun 1995 dapat dilihat dalam tabel di bawah ini:

Tabel 15: Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Undang-Undang No.1 tahun 1995

Nomor	Jenis Hak	Pasal yang Mengatur
1	Menjual Saham dengan Harga yang Wajar	104 ayat (2)
2	Minta Direksi Mengadakan RUPS Tahunan	66 ayat (2)
3	Mengajukan Gugatan Terhadap Direksi	85 ayat (3)
4	Mengajukan Gugatan Terhadap Komisaris	98 ayat (2)
5	Mengajukan pemeriksaan terhadap perseroan	110
6	Mengajukan Tuntutan Pembubaran Perseroan	117

Selain dalam UU No.1 Tahun 1995, pengaturan tentang perusahaan khususnya perusahaan publik ditemui dalam UU No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal. Walaupun undang-undang ini tidak mengatur secara khusus tentang hak-hak pemegang saham, namun pada hakekatnya undang-undang ini dalam banyak hal juga bertujuan untuk melindungi pemegang saham minoritas. Hal itu dapat dilihat dari konsideran undang-undang ini bahwa undang-undang ini bertujuan agar pasar modal dapat berkembang dibutuhkan adanya landasan hukum untuk lebih menjamin kepastian hukum bagi pihak yang melakukan kegiatan di Pasar Modal serta melindungi kepentingan masyarakat pemodal dari praktek yang merugikan.

Secara umum perlindungan itu dapat dilihat dari fungsi dan kewenangan Bapepam seperti diatur dalam pasal 3,4 dan 5 UU No.8 tahun 1995. Salah satu kewenangan tersebut misalnya dapat dilihat dalam pasal 5 huruf n, yakni untuk

melakukan tindakan yang diperlukan dalam mencegah kerugian masyarakat sebagai akibat pelanggaran atas ketentuan di Bidang Pasar Modal.

Beberapa ketentuan yang memberikan perlindungan hukum terhadap pemegang saham itu adalah:

1. Para pihak harus menyampaikan keterangan yang benar tentang fakta material dan mereka bertanggung jawab terhadap keterangan yang diberikan. (Pasal 80 ayat (1) jo pasal 81 ayat (1) UU No.8 tahun 1995. Pihak yang dirugikan dapat menuntut ganti rugi.
2. Hak untuk memesan efek terlebih dahulu (Pasal 82 ayat (1) UU No.8 tahun 1995
3. Persetujuan dari pemegang saham independen bila mana terjadi pertentangan kepentingan. (Pasal 82 ayat (2) UU No.8 Tahun 1995
4. Pelaksanakan prinsip keterbukaan dan kewajaran dan pelaporan bagi Perusahaan Publik yang melakukan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan perusahaan lain. (Pasal 84 UU No.8 tahun 1995)
5. Kewajiban untuk menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat serta membuat laporan dan pengumuman tentang peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga efek. (pasal 86 UU No.8 Tahun 1995)
6. Kewajiban bagi direktur dan komisaris untuk membuat laporan tentang kepemilikan dan perubahan kepemilikan saham perusahaan dan kewajiban bagi

kepemilikan saham sekurang-kurang 5% untuk membuat laporan dan perubahan kepemilikan kepada Bapepam (pasal 87 UU No.8 Tahun 1995)

Disamping adanya kewajiban-kewajiban di atas undang-undang ini juga memuat berbagai larangan yang pada dasarnya juga memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas:

1. Melakukan penipuan, atau mengelabui pihak lain (pasal 90 huruf a UU No.8 Tahun 1995).
2. Membuat pernyataan yang tidak benar mengenai fakta material atau tidak mengungkapkan fakta material. (Pasal 90 huruf c jo pasal 93 UU No.8 Tahun 1995)
3. Melakukan tindakan baik langsung atau tidak langsung dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar atau harga efek, (Pasal 91 UU No.8 Tahun 1995)
4. Secara bersama-sama terus menerus melakukan perdagangan efek secara terus-menerus untuk mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan efeknya.
5. Insider trading, (pasal 95 UU No.8 tahun 1995)
6. Pihak dalam mempengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan efek atau memberi informasi terhadap pihak lain. (Pasal 96 UU No.8 Tahun 1995)
7. Memperoleh informasi dari pihak lawan secara melawan hukum.

Disamping adanya perbuatan yang dilarang tersebut undang-undang ini juga menetapkan sanksi bagi perusahaan publik atau pihak lain yang melanggar undang-undang ini. Sanksi tersebut dapat dibedakan atas:

- a. Sanksi administratif, yang dapat berbentuk:
 - i. peringatan tertulis;
 - ii. denda, yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang,
 - iii. pembatasan kegiatan usaha;
 - iv. pembekuan izin usaha;
 - v. pencabutan izin usaha;
 - vi. pembatalan persetujuan;
 - vii. pembatalan pendaftaran, (Pasal 102 UU No.8 Tahun 1995)
- b. Sanksi pidana bagi pelanggaran undang-undang ini yakni:
 - i. Pidana paling lama 5 (lima) tahun dan denda paling banyak 5 milyar rupiah (Pasal 103 UU No.8 Tahun 1995) bila melakukan kegiatan di Pasar Modal tanpa izin persetujuan atau pendaftaran, sebagaimana diatur pasal 6, pasal 13, 18, 30, 34, 48 50 dan pasal 64 UU No.8 Tahun 1995.
 - ii. Sanksi pidana penjara paling lama satu tahun dan denda paling banyak 1 milyar rupiah.(103 ayat (2) UU No.8 tahun 1995) bila melakukan kegiatan tanpa memperoleh izin sebagaimana diatur pasal 32 UU No.8 Tahun 1995,
 - iii. Sanksi pidana penjara paling lama 10 tahun dan denda paling banyak Rp.15 milyar rupiah. (Pasal 104 UU No.8 Tahun 1995) terhadap pelanggaran

ketentuan dalam pasal 90, 91, 92, 93, 95, 96, 97 ayat (1) dan pasal 98 UU No.8 Tahun 1995

- iv. Sanksi pidana kurungan paling lama satu tahun dan denda paling banyak satu milyar rupiah. (Pasal 105 UU No.8 Tahun 1995) Pelanggaran pasal 42 UU No.8 Tahun 1995
- v. Sanksi pidana penjara paling lama 10 tahun dan denda paling banyak 15 milyar rupiah, (Pasal 105 ayat (1) UU No.8 Tahun 1995) terhadap pelanggaran pasal 70 UU No.8 Tahun 1995
- vi. Pelanggaran pasal 73 UU No.8 Tahun 1995 dengan pidana penjara paling lama tiga tahun dan denda paling banyak 5 milyar rupiah, (Pasal 105 ayat (2) UU No. 8 Tahun 1995).
- vii. Sanksi pidana penjara paling lama tiga tahun dan denda paling banyak 5 milyar rupiah. (Pasal 107 UU No.8 Tahun 1995) terhadap pelanggaran pasal 90 huruf a yakni menipu, atau merugikan pihak lain atau menyesatkan Bapepam,
- viii. Sanksi pidana sebagaimana dimaksud dalam pasal 103, 104, 105, 106 dan pasal 107 terhadap pihak yang mempengaruhi pihak lain secara langsung atau tidak melakukan perbuatan yang dilarang seperti yang dimaksudkan dalam pasal tersebut. (Pasal 108 UU No.8 Tahun 1995).
- ix. Sanksi pidana paling lama satu tahun dan denda paling banyak 1 milyar rupiah. (Pasal 109 UU No.8 tahun 1995) yakni terhadap tindakan yang tidak

mematuhi atau menghambat pelaksanaan pasal 100 UU No.8 tahun 1995
(Pemeriksaan oleh Bapepam)

c. Sanksi Perdata

Selain sanksi administrasi dan pidana yang dikemukakan di atas, para pihak yang menderita kerugian atas pelanggaran hukum Pasar Modal ini dapat menuntut ganti kerugian secara perdata baik secara sendiri-sendiri atau bersama, (Pasal 111 UU No.8 Tahun 1995)

3. Bentuk Perlindungan Hukum dan Penyelesaian yang ditempuh dalam Pertentangan Kepentingan antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.

3.1. Bentuk perlindungan hukum

Dari penelitian yang diadakan baik melalui aturan hukum maupun dalam pelaksanaannya terdapat beberapa upaya perlindungan hukum terhadap kepentingan pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik..

3.1.1 Perlindungan melalui hukum keperdataan

Seperti sudah dikemukakan dalam uraian sebelumnya terdapat beberapa hak pemegang saham minoritas yang diatur dalam UU No.1 Tahun 1995. Hak-hak tersebut bersifat keperdataan. Terhadap pelanggaran hak-hak tersebut hak-hak tersebut pemegang saham minoritas dapat mengajukan tuntutan ke pengadilan. Disamping itu perlindungan hak keperdataan ini juga dapat diperoleh berdasarkan aturan yang termuat dalam Kitab Undang-Undang hukum perdata karena perbuatan

melawan hukum sesuai denganyang diatur dalam pasal 1365 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata. Dari penelitian yang dilakukan belum terdapat gugatan yang diajukan oleh pemegang saham minoritas atas pelanggaran hak mereka khususnya dalam penenggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Baru terdapat satu gugatan perdata yang diajukan oleh pemegang saham minoritas dalam kasus RUPS luar biasa yang diakan oleh perusahaan, yakni pada perusahaan PT Bentoel Internasional. Gugatan diterima oleh Pengadilan negeri Surabaya dan menyatakan RUPS Luar biasa yang diadakan dinyatakan batal oleh pengadilan.¹⁴³

3.1.2. Perlindungan melalui hukum publik

Perlindungan ini dapat dibedakan atas:

- a. perlindungan administratif dan,
- b. perlindungan yang bersifat pidana

Ad.a. Perlindungan yang bersifat administratif dilakukan oleh pejabat adminitratif dalam hal ini dilakukan terutama oleh Bapepam dan Departemen Kehakiman. Khusus untuk perusahaan publik Bapepam dapat melakukan tindakan adminitratif atau sanksi adminitratif terhadap emiten yang merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Sesuai dengan Pasal 3 ayat (1)UU No.8 Tahun 1995 Bapepam mempunyai tugas Pembinaan, pengaturan dan Pengawasan sehari-hari kegiatan Pasar Modal.

¹⁴³ *Harian Media Indonesia*, 12 Januari 2001

Penelitian ditujukan pada pelaksanaan fungsi pengaturan dan pengawasan. Fungsi pengaturan atau regulasi dilaksanakan dengan membuat aturan-aturan dalam bidang pasar modal termasuk didalamnya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Dari penelitian yang dilakukan di Bapepam diketahui bahwa dari tahun 1996 sampai 2000 Bapepam telah mengeluarkan sebanyak 171 peraturan.¹⁴⁴ Khusus dalam bidang yang berhubungan langsung dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dalam Penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik Bapepam juga telah mengeluarkan beberapa peraturan. Hal itu dapat dilihat dalam tabel 12.

Berhubungan dengan tugas pengawasan dari penelitian terungkap bahwa Bapepam sudah berupaya melaksanakan fungsinya tersebut. Hal itu dapat dilihat dari upaya penegakan hukum yang dilakukan oleh Bapepam baik dengan memberikan sanksi administratif serta dengan pemeriksaan yang dilakukan oleh Bapepam terhadap berbagai pelanggaran yang terjadi di pasar modal. Untuk melihat pelaksanaan pengawasan oleh Bapepam dapat dilihat dari pemeriksaan pelanggaran administratif yang dilakukan dan sanksi administrasi yang sudah dijatuhkan. Data mengenai hal ini dapat dilihat dari tabel 6 dan 8.

Departemen Kehakiman dalam hal ini Menteri Kehakiman dapat menolak mensahkan atau tidak menyetujui rancangan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dan atau anggaran dasar yang diajukan karena tidak sesuai

¹⁴⁴ Bapepam, *Sekilas Pasar Modal Indonesia*, Bapepam, 2000 hal. I-XIV

dengan aturan hukum yang berlaku misalnya persyaratan tentang terakomodasinya kepentingan pemegang saham minoritas.

Ad.b. Perlindungan yang bersifat pidana diberikan melalui aparat penegak hukum terkait. Dari penelitian terungkap bahwa terapat beberapa kasus yang berindikasi pidana yang sudah diperiksa oleh Bapepam, seperti dari kasus Bank Bali. Namun dari kasus tersebut belum ada yang samapi ke pengadilan. Menurut M. Noor Rachman, dari Biro Pemeriksaan dan Penyidikan. Pengajuan perkara terhenti pada tingkat kejaksaan, karena kejaksaan mengembalikan berkas perkara karena masih kurangnya bukti.¹⁴⁵

Gambaran tentang pelanggaran terhadap peraturan di bidang pasar modal yang juga erat kaitannya dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dapat dilihat dalam tabel 8 seperti yang sudah dikemukakan sebelumnya.

3.1.3. Perlindungan Melalui Bursa Efek.

Bursa Efek sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli dari pihak yang berkepentingan diberi kewenangan untuk mengatur agar perdagangan berjalan efektif dan efisien. Fungsi *self regulatory body* ini juga diikuti dengan kewenangan untuk memberikan sanksi yang dapat dibedakan atas:

- a. Penundaan perdagangan (*suspend/halting*) terhadap perdagangan saham suatu emiten.
- b. Pengeluaran saham suatu emiten dari di bursa (*delisting*)

¹⁴⁵ M. Noor Rachman, Ka Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam, *Wawancara*, Jakarta, 15 Maret 2001

Berkaitan dengan penundaan perdagangan terdapat kesulitan menemukan data di BEJ, karena penundaan biasanya bersifat sementara. Kalau syarat yang ditetapkan bursa efek dipenuhi penundaan dapat dicabut. Sebaliknya kalau syarat tidak dipenuhi dapat dilanjutkan dengan pengenaan delisting.

Sedangkan data tentang pengenaan delisting yang telah dilakukan oleh BEJ dapat dilihat dari tabel di bawah ini.

**Tabel 16 Penjatuhan Delisting terhadap Emiten di BEJ
(Tahun 1996-2000)**

Nomor	Tahun	Jumlah Kasus
1	1996	0
2	1997	2
3	1998	15
4	1999	18
5	2000	11

Sumber: Dolah dari Fact Book Jakarta Stock Exchange 1996-2000

3.1.4. Perlindungan Melalui Organisasi Investor

Dari penelitian juga terungkap bahwa di samping ketiga bentuk perlindungan di atas, dengan adanya MISSI, terlihat adanya semacam bentuk perlindungan melalui organisasi ini. Organisasi ini dalam salah satu aktivitasnya berupaya memberikan perlindungan terhadap investor publik/pemegang saham minoritas. Kegiatan-kegiatan yang diadakan adalah:

- 1). *Company visit* dalam bentuk kunjungan dan minta informasi kepada emiten sebagai salah bentuk dari hak untuk mengadakan penelitian.

- 2) Mengajukan tuntutan ganti rugi atas tindakan perusahaan (*corporate action*) yang merugikan pemegang saham minoritas.
- 3) Mengajukan usulan-usulan kepada Bapepam dan Bursa Efek Jakarta tentang upaya memberikan perlindungan terhadap investor publik/pemegang saham minoritas baik itu usulan yang bersifat regulasi atau pelaksanaan aturan.
- 4) Memberikan informasi/laporan terhadap praktek-praktek pasar modal yang melanggar aturan yang berlaku dan merugikan investor publik/pemegang saham minoritas.
- 5) Melakukan advokasi terhadap investor publik/ pemegang saham minoritas bila terjadi pelanggaran terhadap hak-hak mereka.

3.2. Penyelesaian pertentangan kepentingan

Secara teoritis sebenarnya penggabungan, peleburan dan pengambilalihan yang dilakukan mempunyai tujuan positif yakni untuk melakukan perbaikan perusahaan, baik dalam memperkuat modal, memperluas pangsa pasar, menjamin ketersediaan bahan baku dan sebagainya. Permasalahan yang sering terjadi dalam praktek adalah adanya perbedaan pandangan dan kepentingan antara berbagai pihak khususnya antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, sehingga rencana yang diajukan dirasakan atau dianggap akan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam keadaan seperti inilah munculnya pertentangan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Mengingat tujuan pemegang saham adalah sama-sama mencari keuntungan, maka sudah seharusnya pertentangan yang terjadi dihindari atau dikurangi dengan mencari jalan penyelesaian yang menguntungkan kedua belah pihak. Secara umum cara yang paling baik yang dapat dilakukan adalah melakukan perundingan sehingga rencana yang akan dilakukan mendapat dukungan penuh dari semua pemegang saham. Untuk itu rencana, serta pelaksanaan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan yang dilakukan tentu saja harus transparan dan sesuai dengan aturan hukum sehingga menguntungkan semua pihak.

Sebelum melihat data tentang bentuk penyelesaian yang dilakukan, terlebih dahulu kiranya perlu dikemukakan data tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan yang terjadi atau dilakukan oleh Emiten di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 17 Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik di BEJ(1996-2000)

Nomor	Tahun	Penggabungan	Peleburan	Pengambilalihan
1	1996	9	-	19
2	1997	5	-	12
3	1998	5	-	20
4	1999	8	-	17
5	2000	3	-	14

Sumber. Laporan Bapepam 1996-2000

Dalam melihat penyelesaian yang ditempuh bila terjadi pertentangan kepentingan dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, akan ditinjau dari dua sudut yakni:

a. dari sudut pandang juridis; dan

b. dari sudut pandang praktis.

a.d. a. Penyelesaian dari sudut pandang juridis adalah penyelesaian menurut hukum yang berlaku. Sedangkan secara praktis adalah upaya yang dilakukan oleh para pihak di luar pengadilan. Terhadap permasalahan ini telah dilakukan penelitian di Bapepam, MISSI dan AEI. Dari penelitian terungkap bahwa walaupun beberapa penggabungan dan peleburan serta tindakan Emiten lainnya telah menimbulkan keresahan di sebagian kalangan investor seperti Mereger antara PT Baligraha Medikatama Tbk dengan PT Siloam Gleneagles Health Care Tbk, Corporate Tindakan Bank Lippo dalam Right Issue. Namun belum ada kasus yang berlanjut samapi ke pengadilan. Upaya yang dilakakukan bari berupa laporan yang dilakukan oleh investro atau pemegang saham minoritas kepada Kepada Bapepam. Menurut MISSI hal itu terjadi karena masih rendahnya kesadaran investor atau pemegang saham minoritas.¹⁴⁶ Upaya yang dilakukan baru dalam taraf memberikan laporan ke Bapepam. Walaupun demikian bukan berarti bahwa hal yang terjadi tidak merugikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Upaya yang dilakukan baru dalam taraf laporan yang dilakukan oleh investor terhadap pelanggaran yang terjadi kepada Bapepam. Disini Bapepam berupaya untuk memanggil pihak terkait untuk mencari upaya penyelesaian. Dalam hal terjadinya penggabungan memang Bapepam dapat berbuat lebih banyak untuk mencegah terjadinya tindakan yang merugikan kepentingan pemegang saham

¹⁴⁶ Tungul Butarbutar, Sekjen MISSI, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 10 Maret 2001

minoritas, karena sebelum penggabungan dinyatakan efektif oleh Bapepam, harus dipenuhi terlebih dahulu berbagai syarat. Persoalan yang agak sulit adalah dalam terjadi hal pengambilalihan karena bisa terjadi melalui pembelian saham di bursa sehingga sulit untuk mengontrol peralihan saham.

Walaupun sudah ada beberapa peraturan untuk mencegah terjadinya akuisisi secara diam-diam seperti kewajiban untuk melaporkan pengalihan saham yang mencapai 20%, kepemilikan saham 5% ataupun *tender offer*, namun semua itu tentu tergantung kepada kesadaran masing-masing pihak untuk mematuhi aturan yang berlaku, sehingga tindakan yang dilakukan tidak merugikan pemegang saham minoritas.

Berkaitan dengan upaya penyelesaian kepentingan ini, pihak emiten atau pemegang saham mayoritas terlihat cenderung untuk berlindung dibalik aturan hukum yang berlaku. Dengan demikian bilamana RUPS telah dilaksanakan sesuai dengan aturan yang berlaku maka terdapat dua kemungkinan yakni rencana yang diusulkan mendapat persetujuan dari RUPS tanpa ada keberatan dari pemegang saham minoritas atau mendapat dukungan RUPS dengan keberatan dari pemegang saham minoritas. Tetapi bila keadaan kedua terjadi maka undang-undang seperti yang diatur dalam pasal 55 ayat 1 jo pasal 104 ayat UU No.1 Tahun 1995 memberikan hak kepada pemegang saham minoritas untuk menjual sahamnya dengan harga yang wajar.

Permasalahannya adalah bagaimana kalau tidak tercapai kesepakatan tentang harga ini. Undang-Undang memang belum mengatur lebih lanjut tentang

tata cara pelaksanaan hak untuk menjual saham dengan harga yang wajar ini. Secara umum tata cara tersebut dapat diatur dalam rancangan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan yang diajukan oleh pihak manajemen. Terhadap hal ini dilakukan penelitian terhadap tiga rancangan penggabungan yang dilakukan oleh perusahaan publik, yakni:

1. Penggabungan antara bank PT Bank Danamon Indonesia Tbk.dengan delapan Bank Swasta lainnya.
2. Penggabungan antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk.dengan PT Nityasa Tbk. mandiri
3. Penggabungan antara PT Baligraha Medikatama Tbk. dengan PT Siloam Gleneagles Health Care Tbk.

Dari tiga rancangan Penggabungan yang yang diteliti terlihat bahwa proses dan tata cara yang ditempuh sudah memenuhi prosedur yang ditetapkan oleh peraturan perundang-undangan. Hal itu terbukti dari pernyataan efektif yang ditetapkan oleh Bapepam. Namun permasalahannya adalah apakah perbuatan hukum yang dilakukan benar-benar telah mengakomodasi kepentingan pemegang saham minoritas. Untuk mengetahui hal ini tentu dilihat klausul tentang pengaturan hak-hak pemegang saham minoritas serta tata cara konversi saham. Dari ketiga rencana penggabungan yang diteliti terdapat dua rancangan yang mengatur tentang pelaksanaan hak untuk menjual tersebut. Namun penetapan harga itu dilakukan secara sepihak dan diperkuat dengan klausul yang menyatakan bahwa bila pihak

pemegang saham minoritas tidak menyetujui harga yang diajukan, maka pemegang saham minoritas dapat mengajukan tuntutan ke pengadilan.

Dalam memberikan laporan dilakukan melalui MISSI sehingga dirasakan lebih mempunyai kekuatan dan diharapkan agar Bapepam memberikan reaksi yang cepat. Namun MISSI berpendirian bahwa Bapepam belum serius dalam penegakan hukum, sehingga banyak laporan yang tidak diproses atau tidak jelas penyelesaiannya. Untuk itu MISSI berharap agar segera dibentuk "*Market Watch*" yakni lembaga yang bertugas mengawasi aktivitas pasar modal dan memberi laporan kepada Baperpam, sehingga dapat mengurangi tugas Bapepam dirasakan sangat berat sehingga pengawasan yang dilakukan kurang efektif

Kurangnya minat penyelesaian melalui hukum disebabkan berbagai faktor. Pertama, kurang efektifnya penyelesaian melalui pengadilan karena cenderung membutuhkan waktu dan tenaga, sehingga ada pemikiran bahwa biaya peradilan akan lebih besar dari kepentingan yang akan dilindungi. Kedua, sebagian investor masih belum memahami proses hukum yang berkaitan dengan perlindungan hak mereka. Ketiga, aktivitas pasar modal bagi sebagian investor masih bersifat sampingan sehingga investor kurang memperhatikan pelaksanaan bursa efek. Sebaliknya yang lebih menjadi fokus hanyalah naik turunnya harga saham.

A.d. b Penyelesaian luar pengadilan

Di samping mekanisme hukum dalam penyelesaian pertentangan kepentingan, penelitian juga dilakukan terhadap pemegang saham dan emiten. Penelitian terhadap pemegang saham dilakukan terhadap pemegang saham

minoritas dalam hal ini investor publik di BEJ. Responden yang dimintai pendapatnya adalah pengurus dari MISSI yang merupakan wadah atau organisasi pemegang saham minoritas pada perusahaan publik. Wawancara dilakukan dengan Tungul Butarbutar Sekretaris Umum MISSI dan Wiwid Indarko, Wakil Ketua Bidang Hukum MISSI.

Dari penelitian terungkap bahwa dalam berbagai hal pelaksanaan hak pemegang saham minoritas memang masih belum terlindungi dalam pelaksanaan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik. Lemahnya kedudukan pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik sudah merupakan gambaran umum dalam perusahaan publik di Indonesia.¹⁴⁷

Penelitian terhadap Emiten dilakukan dengan menganalisis rancangan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan yang diajukan. Dokumen rancangan penggabungan yang dianalisis adalah, Penggabungan PT Bank Danamon dengan delapan bank lainnya, Penggabungan antara PT Baligraha Medikatama dengan PT Siloam Gleneagles Health Care Tbk. dan Penggabungan antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk. Dengan PT Nityasa Mandiri Tbk.

Dari dokumen yang diteliti terutama yang berkaitan dengan hak-hak pemegang saham minoritas, diketahui bahwa penyelesaian mengenai hak mereka tidak diatur dengan baik bahkan penyelesaian cenderung normatif. Hal itu dapat dilihat dari klausul pengaturan yang mengatakan: "*Para pemegang saham peserta*

¹⁴⁷ Wiwid Indarko, Wakil Sekjen MISSI, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 12 Maret 2001

penggabungan yang tidak setuju terhadap keputusan RUPS tentang penggabungan usaha dapat menggunakan haknya sesuai dengan ketentuan yang berlaku."¹⁴⁸

Klausul lain seperti dalam rancangan penggabungan PT Bank Danamon mengatur agak lebih rinci seperti: *"Bagi para pemegang saham bank peserta penggabungan yang tidak setuju dengan keputusan RUPSLB mengenai penggabungan dan setelah bank peserta penggabungan berusaha memenuhi ketentuan Pasal 55 UU No.1 tahun 1995 dengan tetap memerhatikan ketentuan pasal 30 UU No. 1 tahun 1995, pemegang saham yang bersangkutan dapat menjual sahamnya di bursa efek dimana saham bank gabungan dicatatkan dengan harga pasar yang berlaku. Bila saham yang dijual tersebut melebihi ketentuan pasal 30 UU No.1 tahun 1995, bank peserta penggabungan wajib mengusahakan agar sisanya dibeli oleh pihak ketiga lainnya*"¹⁴⁹

Berkaitan dengan harga saham bila rancangan yang diajukan memuat konversi saham, maka pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas juga sangat dirugikan karena beberapa alasan:

- a) Harga saham hasil konversi biasanya sangat rendah dan jauh di bawah harga pasar. Untuk Penggabungan Bank Danamon misalnya, saham biasa hanya diharga Rp. 5. Sedangkan saham preferen dihargai Rp.500.
- b) Walaupun ada klausul yang menguntungkan misalnya satu saham lama dapat membeli dua saham baru, namun keuntungan itu diajukan belum tentu dapat

¹⁴⁸Rancangan Penggabungan PT Sumalindo

¹⁴⁹ Rancangan Penggabungan PT Bank Danamon

dimanfaatkan oleh pemegang saham minoritas, karena untuk itu yang bersangkutan harus menyediakan dana baru.

- c) Adanya batasan waktu bagi pemegang saham minoritas untuk menggunakan haknya seperti menjual saham atau membeli saham baru. Dalam Penggabungan Bank Danamon misalnya terdapat klausul yang berbunyi: Apabila sampai tanggal 24 April 2000 tidak terdapat keberatan atas rencana penggabungan, maka pemegang saham minoritas dianggap tidak mempunyai keberatan atas rencana yang diajukan.

Dalam rancangan hanya dimuat klausul yang menyatakan, bila pemegang saham tidak menyetujui harga saham yang ditawarkan, pemegang saham dapat menjual sahamnya di pasar sesuai dengan harga pasar atau mengajukan tuntutan ke pengadilan menurut aturan hukum yang berlaku.

Ketika dikofirmasikan dengan MISSI, diketahui bahwa Emiten dengan dukungan pemegang saham minoritas memang dapat memaksakan kehendaknya, karena menguasai mayoritas suara. Sebenarnya berkaitan dengan hal itu untuk perusahaan publik Bapepam dapat mewajibkan Emiten untuk meminta pendapat dari pemegang saham independen dalam hal ini pemegang saham minoritas, namun dalam banyak hal aturan tersebut tidak berjalan dengan baik, karena mekanisme tidak efisien di samping itu belum ada aturan ataupun kesepakatan tentang pihak yang akan mewakili pemegang saham independen ini.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Wiwid Indarko, Wakil Sekjen MISSI, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 12 maret 2001

Berkaitan dengan penyelesaian sengketa yang ditempuh menurut responden dalam tahap sekarang ini bila terjadi kepentingan belum ada yang melalui jalur pengadilan karena dianggap kurang efektif dan efisien, melainkan masih dalam bentuk pelaporan ke Bapepam. Namun demikian hak-hak pemegang saham minoritas tidak dapat dilindungi, karena walaupun Bapepam menjatuhkan sanksi itu dalam bentuk sanksi administratif, jadi tidak berkaitan langsung dengan kepentingan pemegang saham minoritas. Sebaliknya kalau keberatan yang diajukan dianggap Bapepam tidak relevan maka rencana tersebut tetap dinyatakan efektif sehingga pemegang saham mau tidak mau akhirnya harus menyetujui rencana yang diajukan atau menyetujui harga yang ditawarkan.

Kalau adanya keberatan terhadap rencana merger atau akuisisi atau tentang harga yang ditawarkan reaksi pertama lebih banyak datang dari pengamat atau analis. Dari informasi itu baru sebagian investor melakukan reaksi. Upaya yang dilakukan oleh investor melalui MISS adalah dengan memberikan laporan kepada Bapepam. Sesuai dengan kewenangannya Bapepam dapat meminta pendapat dari pemegang saham independen untuk menentukan apakah akan menolak rencana merger/ akuisisi atau tidak. Namun walau bagaimanapun keberatan dari investor menurut undang-undang tidak dapat membatalkan rencana merger akuisisi.

Upaya lain yang dilakukan oleh investor adalah berupaya mencari penyelesaian dengan emiten sehingga dicapai kesepakatan baik mengenai rencana merger/ akuisisi ataupun mengenai harga saham. Melalui upaya itu dicari upaya solusi yang menguntungkan kedua belah pihak. Upaya ini lebih banyak ditempuh

karena dinilai lebih efektif dan akan lebih memberikan suasana kondusif bagi perusahaan serta akan memberi dampak positif bagi nilai saham di pasar.

B. Pembahasan

Berdasarkan hasil penelitian yang dikemukakan dalam uraian sebelumnya, maka berikut ini dilakukan pembahasan sesuai dengan pokok permasalahan yang dikemukakan. Melalui pembahasan inilah nantinya diperoleh jawaban atau permasalahan tersebut.

1. Perlunya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas.

Seperti sudah dikemukakan sebelumnya telah diidentifikasi tiga dasar pemikiran yang menjadi landasan pemikiran tentang perlunya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas. Landasan pemikiran itu adalah dari segi ekonomis, praktis dan juridis dan masing-masingnya akan dibahas lebih mendalam di bawah ini

1.1. Alasan Ekonomi

Pembangunan khususnya di bidang ekonomi selalu membutuhkan dana yang sangat besar. Dunia usaha dapat memperoleh dana untuk memulai atau mengembangkan usaha dari berbagai sumber. Dari sumbernya dana tersebut dapat dibedakan atas dana yang berasal dari kalangan internal atau dari kalangan pemilik usaha sendiri dan dari kalangan eksternal, yakni dari kalangan luar pemilik usaha. Dari sudut sifatnya dana tersebut dapat dibedakan atas yang berbentuk pinjaman (*loan*) dan yang berbentuk penyertaan modal (*ekuitas*).

Berbagai asal dan sifat dana tersebut bagi pemilik usaha akan mempunyai kerugian dan keuntungan sendiri bagi usaha mereka. Idealnya pemilik usaha

mempunyai dana dari kalangan sendiri untuk pengembangan usaha, karena dana internal ini tidak mempunyai resiko, baik itu keharusan membayar bunga angsuran dan keuntungan akan dinikmati sendiri. Kelemahannya adalah sering kali pemilik usaha mempunyai dana sendiri yang terbatas, sehingga tidak dapat diandalkan untuk menjadi sumber dana untuk pengembangan usaha. Akibatnya pemilik usaha harus mengusahakan dana dari pihak luar.

Bila pengusaha pengupayakan dana yang bersifat pinjaman, maka juga terdapat beberapa keuntungannya yakni, cukup banyaknya lembaga keuangan khususnya bank yang menyediakan dana tersebut. Namun terdapat kelemahan kalau mengandalkan sumber dana ini yakni harus membayar bunga yang tinggi, serta seringkali bank meminta adanya jaminan guna pelunasan pinjaman. Sedangkan bila pemilik usaha mengupayakan dana bersifat ekuitas, maka berarti pemilik usaha mengundang masuknya pihak lain untuk menjadi pemilik usaha tersebut. Resikonya adalah pihak yang baru masuk juga akan menikmati berbagai keuntungan yang diperoleh perusahaan. Namun bagi pemilik usaha keuntungan dana ini adalah tidak adanya kewajiban untuk membayar bunga atau mengembalikan dana yang dimasukkan, serta tidak adanya keharusan menyediakan jaminan.

Mengingat beberapa keuntungan dari dana bersifat ekuitas ini, maka perolehan dana ini menjadi salah satu alternatif yang lebih menguntungkan. Untuk itu pemilik usaha harus mengundangnya pihak lain sebagai pemilik atau pemegang saham perusahaan yang bersangkutan. Perolehan dana ekuitas ini juga dapat dibedakan atas dua cara yakni secara konvensional artinya pemilik usaha

menawarkan saham yang mereka keluarkan kepada kalangan terbatas, terutama orang/pihak yang mereka kenal (*private placement*). Namun karena sifatnya yang terbatas, maka perolehan dana juga akan terbatas. Oleh karena itu dalam praktek bisnis berkembang suatu model pasar untuk menjual saham kepada sasaran yang lebih luas yakni kepada publik atau masyarakat luas. Mekanisme ini disebut dengan penawaran umum melalui pasar modal atau *right issue* bagi perusahaan yang sudah go publik. Sedangkan perusahaan yang menjual sahamnya ke pada publik disebut perusahaan publik atau emiten melalui mekanisme go publik.

Proses go publik ternyata telah menjadi pilihan bagi dunia usaha untuk mengatasi keterbatasan dana dengan mengundang pihak lain masuk sebagai pemegang saham. Mereka yang masuk sebagai pemegang saham melalui Pasar Modal ini disebut dengan investor publik dan dalam perusahaan mereka disebut juga sebagai pemegang saham.

Dalam perkembangannya di Indonesia ternyata pasar modal telah menarik banyak perusahaan untuk menjual sahamnya di pasar modal. Hal itu dapat dilihat dari penelitian yang diadakan di BEJ yang menunjukkan kecendrungan peningkatan emiten di BEJ. Peningkatan itu mulai terlihat setelah dikeluarkannya UU No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.¹⁵¹

Ternyata dari tahun ke tahun terlihat peningkatan jumlah emiten. Dalam tahun 1996 tercatat 253 perusahaan yang sudah menjual sahamnya di BEJ. Dalam

¹⁵¹ Mas Achmad Daniri dan Syahrir Ika, dalam Brahmantijo, et al. *Op cit.* hal.4

tahun 1997 jumlah tersebut terus meningkat menjadi 282 perusahaan. Dalam tahun 1998 tercatat 288 perusahaan.

Dalam tahun 1999 jumlah tersebut menurun menjadi 277. Penurunan ini lebih disebabkan oleh dampak krisis ekonomi yang berkepanjangan sehingga terdapat beberapa perusahaan yang terkena *delisting* atau dikeluarkan dari perdagangan karena berbagai kesulitan akibat krisis ekonomi. Namun dalam tahun 2000 terlihat peningkatan kembali yakni menjadi 287 perusahaan. Kalau kecendrungan ekonomi semakin membaik, dapat dipastikan bahwa jumlah emiten juga akan meningkat.¹⁵²

Angka-angka di atas menunjukkan bahwa terdapat sekitar 280-an perusahaan yang menjadi perusahaan publik. Dari segi investasi hal itu berarti semakin semakin meningkat jumlah emiten diasumsikan juga akan terjadi peningkatan jumlah investor publik pemegang saham minoritas dan semakin besar dana yang diperoleh untuk pengembangan usaha. Dari segi kepemilikan saham diasumsikan juga akan terjadi peningkatan jumlah pemegang saham minoritas. Dengan demikian jelas terlihat bahwa pilihan pasar modal sebagai salah satu alternatif pembiayaan perusahaan sangat diminati oleh perusahaan, karena semakin banyak perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal.

Di samping melihat jumlah emiten juga perlu dilihat potensi ekonomi yang paling konkrit dari keberadaan pemegang saham minoritas, yakni dari jumlah dana yang berhasil dihimpun oleh emiten dari masyarakat. Dana yang dihimpun oleh

¹⁵² Wawancara dengan Taufik Rochman, dari Divisi Komunikasi Bursa BEJ

emiten dari masyarakat dapat diperoleh melalui Penawaran Umum Perdana atau IPO atau pengeluaran saham baru atau *right issue*. Dari data yang dikumpulkan terlihat bahwa perolehan dana dari masyarakat dalam tahun 1996 berjumlah Rp.14,668 Triliyun. Dalam tahun 1997 meningkat menjadi Rp.19,807 Triliyun. Dalam tahun 1998 jumlah perolehan dana menurun drastis menjadi Rp.5,750 riliyun. Namun dalam tahun 1999 terjadi peningkatan yang sangat drastis menjadi 130,735 Triliyun. Tetapi dalam tahun 2000 perolehan dana kembali menurun menjadi Rp.19,940 Triliyun.

Walaupun angka perolehan dana dari masyarakat tidak konsisten namun perolehan dana tersebut sangat berarti bagi pengembangan dunia usaha karena perusahaan memperoleh dana yang murah dari masyarakat, terutama bila ditinjau dari tingginya tingkat suku bunga perbankan sekarang yang sangat tinggi dan menyulitkan dunia usaha untuk melakukan pengembangan.

Secara makro perolehan dana melalui publik ini juga sangat berarti bila dilihat dari perbandingan dana yang diperoleh secara langsung melalui Penanaman Modal Asing (PMA) dan Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN). Sebelum tahun 1996 perolehan dana publik dari Emiten tidak lebih dari 10% dari investasi langsung melalui PMDN.¹⁵³ Namun setelah itu terlihat kecendrungan peningkatan. Dalam tahun 1996 misalnya realisasi PMDN sebesar Rp.100,71 Triliyun, dalam tahun 1997 sebanyak Rp.99,87 triliyun, tahun Rp.1998,79 Triliyun dan tahun 1999 Rp.53,55 triliyun dan tahun 2000 sebesar Rp.10,14 triliyun.¹⁵⁴

¹⁵³ Singgih Ripat, *op cit.* hal.19.

¹⁵⁴ BPS, *Indikator Ekonomi Indonesia*, BPS, Jakarta 2000

Bila dibandingkan dengan penerimaan melalui Pasar modal, terlihat bahwa investasi melalui PMDN mengalami kecendrungan turun sedangkan perolehan dana melalui pasar modal cenderung meningkat. Bahkan tahun 1999 dan 2000 perolehan dana melalui Pasar modal sudah melebihi dari PMDN. Kecendrungan sebaliknya terlihat dalam arus dana PMA yang juga cenderung mengalami penurunan drastis.

Dalam tahun 1996 nilai PMA adalah Rp.29,928 Triliyun, tahun 1997 sebanyak Rp.33, 83 Triliyun, tahun 1998 sebanyak 13, 56 triliyun, tahun 1999 sebanyak 10, 89 triliyun dan tahun 2000 hanya sebanyak 1, 89 triliyun. Bila dibandingkan dengan perolehan dana melalui PMA jelas pemasukan dana melalui *fortfolio investment* ini semakin memperlihatkan kecendrungan naik. Dengan demikian terlihat bahwa pasar modal semakin berperan dalam perolehan dana untuk pembangunan. Oleh sebab untuk mengantisipasi semakin sulitnya memperoleh dana melalui investasi langsung dari luar, maka mau tidak mau perlu dilakukan upaya untuk mengembangkan pasar modal sehingga semakin dapat menghimpun dana dari masyarakat.

Selain dari kajian tentang dana terhimpun dari masyarakat juga perlu ditinjau data tentang kapitalisasi perdagangan di bursa. Kapitalisasi pasar berkaitan dengan semua transaksi yang terjadi sepanjang tahun untuk semua efek yang di perdagangkan di pasar modal, jadi tidak hanya menyangkut pedagang saham melainkan juga obligasi dan segala bentuk derivatif dari saham. Pengungkapan data

ini juga dapat menjadi indikator tentang keberadaan pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik.

Dalam tahun 1999 kapitalisasi mencapai Rp.215,026 Triliyun. Jumlah itu meningkat menjadi Rp.303,700 Triliyun. Dalam tahun 1998 terjadi penurunan jumlah kapitalisasi menjadi Rp.175,887 Triliyun. Dalam tahun 1999 terjadi peningkatan yang cukup signifikan menjadi Rp.451,814. Namun dalam tahun 2000 terjadi penurunan menjadi Rp.259,620 Triliyun. Walaupun nilai kapitalisasi pasar BEJ sudah mencapai angka yang cukup tinggi namun, angka tersebut masih jauh dari ideal, karena nilai kapitalisasi tahun 1996 baru 40% dari Produk Domestik Bruto (PDB).¹⁵⁵ Bila dibandingkan dengan negara lain angka tersebut masih jauh. Misalnya dibandingkan Singapura, nilai kapitalisasinya adalah 225% dari PDB, Malaysia mencapai 250% dari PDB dan Thailand mencapai 100% dari PDB.¹⁵⁶

Implikasi yang dapat diungkapkan dari kapitalisasi ini adalah bahwa setiap pergerakan uang akan menimbulkan aktivitas ekonomi berikutnya (*Chain effect*), sehingga dapat menimbulkan keuntungan dan peluang usaha baru dari berbagai pihak. Aktivitas pasar modal tidak hanya akan berdampak positif bagi emiten atau pemegang saham, melainkan juga bagi pihak lain baik yang terkait langsung seperti lembaga penunjang atau profesi penunjang. Ribuan orang terlibat dalam aktivitas bursa secara langsung. Dampak yang tidak langsung adalah pemanfaatan dana hasil emisi saham untuk pengembangan usaha akan membuka kesempatan tenaga kerja

¹⁵⁵ PDB adalah seluruh pendapatan nasional yang berasal dari sumber dalam negeri sebelum dikurangi pengeluaran.

¹⁵⁶ *Ibid*, hal.13

baru. Menurut M. Jusuf Anwar, pasal modal tidak hanya melahirkan fungsi ekonomis melainkan juga sekaligus berfungsi edukasi bagi masyarakat dalam berbagai aktivitas perekonomian.¹⁵⁷

Dampak aktivitas pasar modal seperti dikemukakan di atas juga telah membuka berbagai peluang dan kesempatan usaha. Berdasarkan data dari Bapepam perkembangan lembaga penunjang dan profesi penunjang selalu meningkat dari tahun ke tahun. Dalam tahun 1999 tercatat izin yang telah dikeluarkan untuk Perantara Pedagang Efek atau Dealer/Broker sebanyak 205 dan Wakil Perantara Pedagang Efek sebanyak 334, untuk Penjamin Emisi atau Underwriter sebanyak 112 izin dan Wakil Penjamin Emisi sebanyak 92, Izin untuk Manajer Investasi sebanyak 66 dan Wakil Manajer sebanyak 706. Izin Perusahaan Reksadana sebanyak 81 dan Wakil Agen Penjualan Efek reksadana sebanyak 120. Untuk Profesi penunjang juga terjadi peningkatan. Dalam tahun 1999 tercatat Akuntan Pasar Modal sebanyak 236, Notaris 186, Konsultan Hukum 257 dan Penilai (Appraisal) 69.¹⁵⁸

Data berikut yang dapat diungkapkan adalah keterlibatan investor dalam negeri dalam perusahaan publik. Data ini dapat menjadi indikator bagi kepemilikan saham pemegang saham dalam negeri dalam perusahaan publik. Data yang berhasil dikumpulkan mengungkapkan bahwa kepemilikan saham oleh pemegang saham dalam negeri dalam perusahaan publik semakin meningkat. Dalam tahun 1996 nilai perdagangan oleh asing sebanyak 66% sedangkan oleh investor dalam negeri hanya

¹⁵⁷ M. Jusuf Anwar, dalam Sumantoro, *Hukum Ekonomi*, op cit. Hal.241

¹⁵⁸ Bapepam Annual Report, 1999

sebanyak 33%. Dari tahun ketahun terlihat kecendrungan peningkatan oleh investor domestik, dalam tahun 1997 terjadi peningkatan dari 33% menjadi 44%, dalam tahun 1998 menjadi 56,50%, dalam tahun 1999 menjadi 65,02% dan dalam tahun 2000 menjadi 79,02%. Angka ini menunjukkan semakin dominannya investor domestik dalam kepemilikan saham emiten di pasar modal Indonesia.

Gambaran ini cukup mengembirakan, karena semakin besar kepemilikan investor publik, semakin kecil terjadinya peralihan keuntungan yang diperoleh perusahaan publik ke luar negeri. Hal tentu secara mikro akan semakin meningkatkan pengasilan pemegang saham dalam negeri dan secara makro akan semakin meningkatkan pendapatan nasional. Namun fenomena semakin menurunnya minat investor asing ini harus juga dicermati, karena juga mempunyai indikator negatif, yakni secara ekonomis investasi di Indonesia kurang menarik.

Walau bagaimanapun dalam kondisi globalisasi setiap negara tetap membutuhkan adanya pasokan modal dari luar negeri untuk mendukung pembangunan. Untuk itu harus tetap diupayakan untuk membuat pasar modal Indonesia tetap menarik bagi investor asing, sehingga semakin banyak dana yang berhasil dihimpun untuk pengembangan usaha. Gejala umum yang dirasakan sekarang yang semakin menurunnya minat investor asing, adalah kondisi sosial, politik dan keamanan yang masih belum stabil di Indonesia.

Dari pembahasan di atas dapat dipastikan bahwa pasar modal sebagai wadah untuk menarik masyarakat menjadi investor melalui berbagai emiten memegang peranan yang sangat penting. Kedudukan investor publik yang dalam

perusahaan umumnya adalah sebagai pemegang saham minoritas hendaknya tidak diabaikan begitu saja, sehingga semakin banyak masyarakat yang memanfaatkan surplus dananya untuk berinvestasi di pasar modal, bukan memanfaatkan untuk hal-hal yang tidak produktif.

1.2. Alasan Praktis

Alasan kedua perlunya perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dapat ditinjau dari alasan praktis yakni dalam aktivitas sehari-hari perusahaan yang melibatkan emiten dengan pemegang sahamnya. Dalam perusahaan publik segala aktivitas emiten lebih cenderung representasi dari kepentingan pemegang saham mayoritas, dengan dasar pertimbangan yakni:

- a. Direktur diangkat dan oleh pemegang saham dalam RUPS yang membutuhkan dukungan suara mayoritas.
- b. Pemegang saham mayoritas biasanya terlibat dalam komisaris perusahaan yang bertugas sebagai pengawasan, dan dalam banyak hal komisaris sangat menentukan dalam pengambilan berbagai langkah dan kebijakan dalam perusahaan.
- c. Segala kebijakan penting perusahaan membutuhkan dukungan pemegang saham mayoritas dalam RUPS, karenanya keputusan itu sebenarnya juga dapat dikatakan sebagai pencerminan kemauan pemegang saham mayoritas atau pengendali perusahaan.

1.2.1. Rendahnya Komposisi Kepemilikan Saham Publik

Lemahnya kedudukan pemegang saham mayoritas dapat tercermin dalam komposisi kepemilikan saham pada perusahaan publik, yakni melalui jumlah atau nilai saham yang dijual kepada masyarakat. Penelitian yang dilakukan terhadap sepuluh emiten di BEJ menunjukkan bahwa kepemilikan masyarakat masih sangat rendah sehingga secara umum kepentingan mereka sulit diakomodasikan dalam RUPS lainnya, apalagi untuk menang dalam pemungutan suara di RUPS ataupun dalam *corporate action* lainnya.

Gambaran tentang kepemilikan saham publik dapat dilihat dari penelitian terhadap 10 emiten di BEJ. Untuk itu telah dilakukan penelitian terhadap sepuluh emiten tersebut di pilih secara acak dari sekitas 287 emiten di BEJ. Sampel yang terpilih secara acak ini dapat dilakukan karena dapat dibenarkan karena persoalan atau sampelnya homogen. Emiten yang terpilih adalah meliputi: PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk, dengan komposisi saham yang dimiliki pendiri sebanyak 73,68% dan saham publik sebanyak 32%. PT Lautan Luas Tbk, dengan komposisi saham 69,93% dimiliki oleh pendiri dan 30,07% dimiliki oleh masyarakat. PT Perkebunan London Sumatera Indonesia Tbk., dengan komposisi saham 67,82% milik pendiri dan 32,18% milik masyarakat. PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk. Dengan komposisi saham 68% milik pendiri dan 32% milik masyarakat. PT Ristia Bintang Mahkota Sejahtera Tbk. Dengan komposisi saham 68,18% milik pendiri dan 31,82% milik masyarakat. PT Multi Polar Corporation Tbk. Dengan komposisi saham 77,14% dan 22,86% milik masyarakat. PT Alter Abadi Tbk dengan

komposisi saham 80,83% milik pendiri dan 19,17% milik masyarakat. PT Selamat Sentosa Tbk. 66,66% milik pendiri dan 33,33% milik masyarakat. PT Mitra Rajasa Tbk. Dengan komposisi saham 65% milik pendiri dan 35% milik masyarakat. PT Lippo Karawaci Tbk. dengan komposisi saham 76,32% milik pendiri dan 23,76% milik masyarakat.

Data yang dikemukakan di atas menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham masyarakat pada emiten hanya sekitar 31,75% (Tabel 5). Kepemilikan sebanyak itu pun tersebar lagi pada ratusan bahkan mungkin ribuan pemegang saham minoritas. Dengan angka kepemilikan saham masyarakat yang demikian, dapat disimpulkan bahwa dalam RUPS suara mereka tidak akan dapat menampung akomodasi mereka, kecuali kalau RUPS benar-benar diadakan dengan musyawarah dan mufakat serta menampung aspirasi pemegang saham minoritas tersebut. Kesulitan lain adalah sulitnya pemegang saham minoritas untuk ikut dalam RUPS. Kecendrungan ini bukan hanya terjadi di Indonesia, melainkan sudah fenomena umum bahkan juga di Amerika sekalipun, seperti dikemukakan oleh Steven Emanuel:

"Few shareholders have the time or inclination to physically attend the shareholders' meeting and vote their share in person for the election of directors, approval of a merger, or for some other actions requiring a shareholder vote" ¹⁵⁹

Kecendrungan sulitnya pemegang minoritas untuk hadir dalam RUPS tentu akan semakin memperkecil arti kepemilikan suara mereka sehingga sulit untuk mengharapkan terakomodasinya kepentingan mereka. Sehubungan dengan itu

¹⁵⁹ Steven Emanuel, *op cit.* hal. 70

kiranya perlu dipertimbangkan pemikiran untuk lakukan upaya untuk mendorong emiten untuk melepas sahamnya kepada masyarakat sampai 51%, sehingga masyarakat lebih mempunyai posisi tawar yang lebih baik dan setiap keputusan yang akan diambil dan dijalankan oleh emiten.¹⁶⁰

Lemahnya kedudukan pemegang saham minoritas pada perusahaan publik membuat aspirasi mereka sulit tertampung dalam RUPS. Disamping itu juga terdapat klausul dalam anggaran dasar yang mengatur tentang tata cara pengajuan usul, yang mensyaratkan jumlah suara tertentu. Berkaitan dengan ini dari 10 emiten yang diteliti terdapat 7 Emiten yang mengatur dalam anggaran dasar tentang tata cara pengajuan usulan dalam RUPS. Batasan suara yang digunakan umumnya adalah minimal harus mewakili paling sedikit 10% dari hak suara dan hanya terdapat 1 perusahaan yang mensyaratkan batasan 20% hak suara. Semakin tinggi batasan suara yang dipakai tentu semakin sulit bagi pemegang saham minoritas untuk menyatukan suara mereka. Dalam sebuah perusahaan publik akan sulit mencari kepemilikan 10% saham dengan hak suara tersebut, karena begitu menyebarnya kepemilikan saham publik.

1.2.3. Pelanggaran oleh Emiten.

Dalam praktek bisnis sebagaimana juga dalam kehidupan sehari-hari selalu ada kemungkinan terjadinya pelanggaran oleh pihak tertentu dalam hal ini oleh emiten terhadap kepentingan pihak lain sehingga pihak lain itu dirugikan. Dalam praktek pasar modal di Indonesia kemungkinan seperti itu juga ada. Untuk itu

¹⁶⁰ Sri Redjeki Hartono, *op cit.* hal.137

penelitian dilakukan terhadap pelanggaran yang dilakukan oleh emiten terhadap peraturan yang berlaku dalam Pasar Modal. Dari penelitian terungkap bahwa cukup banyak terjadi pelanggaran yang terjadi baik itu yang bersifat administratif, atau pelanggaran hukum pasar modal, sehingga melahirkan sanksi yang diberikan oleh Bapepam.

Dari penelitian terungkap bahwa terdapat kecendrungan peningkatan pelanggaran administrasi yang dilakukan Emiten, yang kesemuanya itu akhirnya dapat merugikan pemegang saham. Dari tabel 6 diketahui bahwa dalam tahun 1996 terdapat 40 pelanggaran yang dilakukan oleh Emiten. Dalam tahun 1997 terjadi 28 pelanggaran administratif oleh Emiten. Dalam tahun 1998 terjadi peningkatan menjadi 95 pelanggaran. Keadaan ini kelihatannya disebabkan oleh krisis ekonomi yang terjadi yang mendorong Emiten untuk melakukan tindakan tertentu yang melanggar aturan administratif. Peningkatan yang sangat menyolok terjadi tahun 1999 yang menjadi 295 kali. Dalam tahun 2000 terjadi penurunan menjadi 149 kali pelanggaran yang dilakukan oleh emiten (Tabel 6).

Pelanggaran administrasi telah melahirkan sanksi denda yang diberikan oleh Bapepam terhadap Emiten. Pemberian sanksi merupakan suatu upaya yang dilakukan oleh Bapepam untuk menciptakan pasar modal yang benar-benar adil dan transparan. Jumlah denda yang dikenakan terhadap emiten juga meningkat sejalan dengan peningkatan pelanggaran yang dilakukan. Dalam tahun 1996. Dari tabel 7 diketahui bahwa dalam tahun 1996 denda yang dikenakan terhadap emiten sebanyak Rp.2,1 milyar. Dalam tahun 1997 terjadi penurunan menjadi Rp.0,3

milyar. Namun dalam tahun 1998 terjadi peningkatan yang cukup tajam menjadi Rp.7,3 milyar. Dalam tahun 1999 juga meningkat menjadi 7,96 milyar. Dalam tahun 2000 walaupun terjadi penurunan kuantitas pelanggaran administratif, namun denda yang dikenakan meningkat menjadi Rp.13,19 milyar.

Salah satu fenomena yang menarik diajukan berkaitan dengan penegakan hukum oleh Bapepam ini adalah bahwa pemegang saham publik tidak memperoleh dampak secara langsung dalam arti tidak menerima hasil denda yang dikenakan, melainkan hanya untuk negara. Dengan demikian penegakan hukum ini tidak mengakomodir kerugian pemegang saham publik. Walaupun demikian mereka sebenarnya dapat mengajukan tuntutan perdata terhadap kerugian yang dideritanya sesuai dengan hak-hak yang dimilikinya. Namun tuntutan semacam itu belum dilakukan mengingat efektivitas dan efisiensinya.

Perlu juga mendapat perhatian serius adalah bentuk pelanggaran administratif yang banyak dilakukan oleh Emiten. Dari tabel 7 diketahui bahwa pelanggaran administratif yang banyak dilakukan Emiten adalah Laporan Keuangan Tahunan yakni dilakukan sebanyak 188 kali atau sekitar 55% dari seluruh pelanggaran administratif. Pelanggaran administratif kedua adalah berkaitan dengan Laporan Keuangan Tengah Tahunan sebanyak 106 kali atau sekitar 31% dari total pelanggaran administratif. Pelanggaran lainnya relatif kecil yakni Laporan Penggunaan Dana hasil IPO sebanyak 34 kali atau sekitar 10%, pelanggaran berupa Laporan Penjatahan Saham sebanyak 10 kasus atau sekitar 3% dan laporan kejadian penting sebanyak 4 kasus atau sekitar 1%.

Di samping pelanggaran administratif, Bapepam juga menangani kasus-kasus yang berkaitan dengan pelanggaran aturan hukum yang berlaku di Pasar Modal. Dari pelanggaran ini terdapat kasus yang berindikasikan tindak pidana di Bidang Pasar Modal. Berkaitan dengan kasus pelanggaran ini hanya ditemui data sejak tahun 1999. Dalam tahun 1999 ini Bapepam telah menangani 10 kasus dan tahun 2000 terdapat peningkatan hampir 300% menjadi 39 kasus. Namun kasus ini hanya dilakukan oleh emiten melainkan juga oleh lembaga dan profesi penunjang lainnya di pasar modal, seperti manajer investasi, dan broker namun semua itu potensial untuk merugikan pemegang saham minoritas.

Dari kasus yang ditangani yakni dari tabel 8 diketahui bahwa kasus yang terbanyak adalah berkaitan dengan keterbukaan informasi, yakni sebanyak 19 kasus atau sekitar 49%. Berikutnya adalah Kasus benturan kepentingan sebanyak 6 kasus atau sekitar 14 kasus. Namun dari kasus yang diperiksa terdapat kasus yang berindikasi pidana seperti *insider trading*, *misleading information*, manipulasi pasar dan praktek tanpa izin.

Berbagai pelanggaran yang terjadi di pasar modal baik secara langsung atau tidak langsung akan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Tidak dilaporkannya kejadian material misalnya dapat mengakibatkan investor membuat kesalahan dalam melakukan penilaian terhadap saham yang mereka miliki. Bocornya rencana Merger kepada satu pihak saja misalnya dapat menimbulkan kerugian bagi pemegang saham lainnya karena karena ketiadaan informasi mereka telah menjual saham dengan harga yang normal, padahal setelah berlangsung

Merger saham yang bersangkutan langsung naik. Untuk itu praktek-prekatek pelanggaran tersebut harus diupayakan untuk pengurangannya, kalau bila menghapuskannya.

Bursa Efek sebagai *self regulatory body* juga berkewenangan untuk menetapkan aturan di bursa efek dan menerapkannya. Terhadap pelanggaran aturan ini BEJ dapat mengenakan sanksi berupa penundaan saham dari perdagangan atau delisting. Dari tabel 9 diketahui bahwa sejak dalam tahun 1996 telah dilakukan delisting terhadap 12 emiten, dalam tahun 1997 terhadap 2 emiten, dalam tahun 1998 terhadap 15 emiten, tahun 1999 terhadap 18 emiten dan dalam tahun 2000 terhadap 12 emiten.

Penjatuhan sanksi delisting bagi emiten menandakan semakin buruknya kinerja suatu perusahaan, sehingga tidak memenuhi persyaratan untuk memenuhi persyaratan suatu perusahaan publik. Syarat-syarat penjatuhan delisting misalnya bila perusahaan mengalami kerugian tiga tahun berturut-turut, atau tiga tahun tidak membayar deviden tunai, atau pemegang saham kurang dari 100 orang selama tiga bulan, tidak terjadi transaksi saham yang bersangkutan selama enam bulan dan syarat-syarat lainnya seperti tertuang dalam dalam Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No.Kep-021/BEJ/0596 tahun 1996..

Penjatuhan sanksi seperti ini oleh bursa memang masih dianggap sebagai suatu dilema, karena di satu pihak akan dapat merugikan pemegang saham, sementara kalau tidak dijatuhkan juga akan dapat menimbulkan kerugian. Sementara bagi emiten pengenaan *delisting* jelas akan berakibat buruk bagi

keberadaan perusahaan tersebut sebagai perusahaan publik. Keadaan ini seperti dikemukakan oleh ketua Bapepam, Hewidayatmo yang mengatakan bahwa pengenaan *delisting* seperti pisau yang bermata dua.¹⁶¹ Sebaliknya sanksi ini tidak dijatuhkan juga akan menimbulkan kesan negatif terhadap pasar modal secara keseluruhan. Karena itu penjatuhannya memang harus dengan pertimbangan yang matang dengan mempertimbangkan mana kerugian yang lebih besar apakah dengan menjatuhkan *delisting* atau tidak.

2. Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

Mengingat pentingnya kedudukan pemegang saham minoritas dalam sebuah perusahaan, maka hukum telah memberikan perlindungan terhadap hak-hak dan kepentingan mereka. Walaupun telah terdapat aturan hukum yang memberikan perlindungan tersebut, tentu saja masih perlu dilihat apakah aturan hukum yang ada sudah cukup memberikan perlindungan terhadap hak-hak mereka dan yang lebih penting tentu saja apakah aturan hukum yang memberikan perlindungan itu sudah berjalan dengan baik. Mengingat hal tersebut maka perlu dilakukan kajian untuk melihat apakah aturan hukum yang ada sudah memberikan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas.

¹⁶¹ Majalah *Warta Ekonomi* No. 14 Tahun XII Agustus 2000, hal.20

2.1. Pengaturan Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik

Dalam dunia usaha masalah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan sebagai suatu bentuk restrukturisasi merupakan sesuatu hal yang tidak dapat dihindari, bahkan dalam hal-hal tertentu merupakan suatu kebutuhan, misalnya untuk memperbaiki kesulitan permodalan. Karenanya dalam praktek hal ini sudah lama dilakukan walaupun belum ada aturan yang tegas, seperti terjadi dalam tahun 1950 sampai 1980-an. Namun pada saat itu memang dirasakan pengaturannya belum dirasakan begitu urgen dengan berbagai pertimbangan. Pertama, perbuatan yang terjadi lebih ditujukan kepada perusahaan milik negara, sehingga tidak begitu menimbulkan persoalan kepemilikan sahamnya. Kedua, pada waktu itu pasar modal belum begitu berkembang, sehingga tidak banyak berkaitan dengan perusahaan publik.

Aturan-aturan hukum yang dibuat pada saat ini pada dasarnya ditujukan untuk memperlancar proses penggabungan, peleburan dan pengambilalihan yang sangat dibutuhkan dalam dunia usaha. Tujuan yang hendak dicapai adalah terciptanya suatu perusahaan dengan modal yang kuat serta terciptanya suatu efisiensi dalam perusahaan, dimana beberapa perusahaan yang kecil dapat melakukan sinergi terhadap potensi yang dimiliki masing-masing. Dengan terciptanya suatu perusahaan dengan struktur modal yang kuat akan lebih memungkinkan perusahaan tersebut untuk berkembang.

Walaupun sudah terdapat berbagai peraturan tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, namun sebelum keluarnya Undang-Undang No.1 tahun 1995, peraturan tersebut lebih banyak berkaitan dengan persoalan prosedural dan administratif serta lebih banyak mengatur aktivitas perusahaan negara bukan perusahaan swasta. Sepanjang berkaitan dengan perusahaan negara pembuatan hukum ini tentu tidak begitu melahirkan persoalan, karena semua kebijakan ditentukan oleh pemerintah, serta kepemilikan pada saat itu sepenuhnya oleh negara. Sedangkan pada perusahaan swasta karena persoalan ini tidak diatur dalam KUHD, maka semua permasalahan dikaitkan dengan hukum perjanjian seperti yang diatur dalam hukum perdata, yakni berkaitan dengan pengalihan atau jual beli saham perusahaan yang tunduk kepada aturan jual beli seperti diatur dalam KUHdt.. Dalam perusahaan tertutup yang jumlah pemilik sahamnya masih terbatas, serta kepemilikan dipegang oleh pihak yang mempunyai hubungan khusus maka penggabungan, peleburan dan pengambilalihan ini tentu belum begitu menimbulkan persoalan, sehingga kepentingan para pemilik saham mudah diakomodasikan.

Mengingat persoalan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik belum begitu urgen, maka pengaturannyapun masih belum begitu kuat. Hal itu dapat dilihat dari ketentuan yang ada sebelum dikeluarkannya UU No.7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Umumnya peraturan yang ada pada waktu itu pengaturannya hanya dalam tingkat Peraturan Pemerintah. Dari berbagai

pengaturan yang ada sebelum diaturnya masalah ini dalam UU No.7 Tahun 1992 terlihat berbagai kelemahan.

Pengaturan yang dilakukan tidak bertujuan untuk mengantisipasi kelemahan yang dapat ditimbulkan oleh pelaksanaan kebijakan ini, melainkan hanya sekedar ditujukan untuk menunjang pelaksanaan restrukturisasi perbankan, tanpa memperhatikan konsekwensi yang timbul dari pelaksanaan kebijakan tersebut.

- 1) Pengaturan yang ada masih bersifat administratif, prosedural yakni mengenai persyaratan dan tata cara yang harus ditempuh serta ruang lingkupnya terbatas pada satu sektor tertentu.
- 2) Pengaturan tersebut lebih banyak ditujukan terhadap perusahaan negara yang bertujuan untuk menciptakan efisiensi pada perusahaan milik negara tersebut yang seringkali mengalami kerugian.
- 3) Pengaturan yang ada baru menyangkut merger atau penggabungan dan konsolidasi atau peleburan, belum menyangkut akuisisi atau pengambilalihan.
- 4) Undang-undang tersebut belum mengatur tentang perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas.

Konsekwensi dari pengaturan yang demikian adalah perbuatan hukum yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan ini lebih banyak dipandang semata-mata sebagai perjanjian atau jual beli belaka dan tidak perlu diatur persoalan substantifnya. Persoalan akuisisi baru mulai diatur dengan dikeluarkannya Surat Edaran Ketua Bapepam No.S-456/PM/1992 tanggal 12 April 1992 tentang Pembelian Saham dan Penyertaan pada Perusahaan Lainnya yang

ditujukan kepada seluruh direksi perusahaan yang telah menawarkan sahamnya kepada masyarakat.

Pengaturan yang mempunyai dasar hukum yang kuat yakni dalam tingkat undang-undang dan bersifat substansial baru lahir dengan diaturnya masalah tersebut dalam UU No.7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Meskipun dalam undang-undang ini hanya terdapat satu pasal yang mengatur tentang, merger, konsolidasi dan akuisisi, namun undang-undang ini menetapkan pengaturan lebih lanjut dalam peraturan pemerintah. Undang-undang ini juga masih bersifat sektoral, namun pengaturan ini telah memperlihatkan beberapa kemajuan yakni:

- 1) Lahirnya dasar hukum yang kuat bagi penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, yang selama ini hanya diatur dalam peraturan yang lebih rendah sehingga tidak begitu mempunyai kekuatan mengikat.
- 2) Diaturnya masalah akuisisi yang selama ini belum diatur, walaupun dalam praktek sebenarnya akuisisi ini banyak dilakukan.
- 3) Adanya ketentuan untuk mengatur persoalan tersebut dalam peraturan yang lebih rendah sehingga memungkinkan pengaturan lebih rinci dan yang lebih penting memenuhi aturan hirarkhi perundang-undangan.

Peraturan pelaksana dari UU No.7 Tahun 1992 adalah PP No.70 Tahun 1992 tentang Bank Umum dan PP No.71 tahun 1992 tentang Bank Perkreditan Rakyat. Sedangkan khusus pelaksanaan pasal 28 tentang Merger, Akuisisi dan Konsolidasi terdapat dalam pasal 15 sampai 20 PP No.70 Tahun 1992 dan pasal 12 sampai 17 PP No.71 tahun 1992. Kedua peraturan tersebut sebenarnya mengatur hal yang sama bahkan bunyi dan rumusan pasalnya hampir sama. Perbedaan hanya terdapat dalam

subjek yang diaturnya, yakni yang satu mengatur tentang Bank Umum dan yang lainnya mengatur Bank Perkreditan Rakyat.

Walaupun kedua peraturan tersebut bersifat lebih terperinci, namun materinya tetap menyangkut syarat-syarat dan prosedur dari Merger, Akuisisi dan Konsolidasi. Belum terlihat pengaturan terhadap konsekwensi dan resiko yang mungkin timbul dari perbuatan hukum tersebut, seperti konsekwensi terhadap perusahaan, pemegang saham, karyawan, konsekwensi terhadap ekonomi dalam arti luas, serta belum adanya upaya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Juga belum diatur sanksi hukum yang dapat diambil bila terjadi pelanggaran terhadap hak pemegang saham minoritas tersebut.

Perkembangan yang paling menentukan tentu saja dengan dikeluarkannya UU No.1 tahun 1995 karena undang-undang ini telah memuat pengaturan yang lebih rinci tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Di samping keberadaan undang-undang ini sangat ditunggu-tunggu oleh dunia usaha untuk menggantikan pengaturan tentang Perseroan Terbatas dalam KUHD yang dirasakan tidak memadai lagi, kelahiran undang-undang ini juga telah mengatur secara rinci hak-hak pemegang saham.¹⁶² Kelahiran undang-undang ini telah menimbulkan beberapa konsekwensi yakni:

- 1) Dibakukannya konsep atau istilah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, sebagai padanan dari istilah merger, konsolidasi dan

¹⁶² Sudargo Gautama, *Komentar Atas Undang-Undang PT yang Baru (UU No.1 Tahun 1995) Perbandingan dengan Peraturan yang Lama*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995, hal.2

akuisisi yang selama ini lebih sering digunakan dalam berbagai peraturan perundang-undangan dan praktek dunia usaha..

- 2) Dasar hukum tentang perbuatan hukum tersebut menjadi lebih kuat karena pengaturannya dalam tingkat undang-undang.
- 3) Lahirnya aturan yang sudah umum, tidak hanya bersifat sektoral, melainkan untuk semua bidang usaha dalam bentuk PT.
- 4) Terdapat aturanyang lebih rinci tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan.

Berlainan dalam undang-undang perbankan yang hanya memuat satu pasal tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, UU No.1 Tahun 1995 ini memuat 8 pasal. Secara substansial undang-undang ini juga mempunyai cakupan yang lebih luas. Persoalan yang diatur tidak hanya menyangkut persyaratan dan prosedur yang harus ditepuh, melainkan juga perlindungan terhadap berbagai pihak yang mungkin dirugikan oleh perbuatan hukum tersebut. Beberapa persoalan penting yang termuat di dalamnya adalah:

- a. syarat-syarat lebih rinci, seperti keharuan adanya RUPS (pasal 102, 103, 106 UU No.1 Tahun 1995);
- b. dilindunginya kepentingan pihak lain seperti:
 - kepentingan perseroan,
 - pemegang saham minoritas, dan
 - karyawan.
 - kepentingan masyarakat dan persaingan tidak sehat dalam melakukan usaha (pasal 104 UU No.1 Tahun 1995);

- c. adanya hak pemegang saham minoritas untuk menjual sahamnya dengan harga yang wajar, (Pasal 104 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995);
- a. harus dipenuhinya unsur publisitas, yakni mengumumkan rencana ataupun hasil dari perbuatan hukum yang dilakukan, sehingga pihak terkait dapat menentukan sikapnya terhadap rencana tersebut (Pasal 105 dan 108 UU No.1 tahun 1995);
- b. perlu adanya pengesahan dari menteri kehakiman terhadap rencana yang akan dilakukan yang sekaligus berperan sebagai lembaga pengawasan publik apakah perbuatan hukum yang dilakukan sudah sesuai dengan aturan hukum atau belum. (Pasal 106 UU No.1 tahun 1995).

Dengan demikian terlihat bahwa pengaturan tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dalam UU No.1 Tahun 1995 sudah mengatur persoalan-persoalan yang dibutuhkan, tidak hanya sekedar mengatur tentang syarat-syarat dan prosedur. Pengaturan yang lebih rinci dari ketentuan ini diatur dalam PP No.27 tahun 1998.

Meskipun UU No.1 tahun 1995 dan PP No.17 Tahun 1998 telah dikeluarkan dan memuat lebih rinci aturan tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, maka untuk sektor perbankan tetap berlaku aturan yang termuat dalam UU No.7 tahun 1992 jo UU No.10 tahun 1998 serta PP No.28 tahun 1999. Hal itu sesuai dengan asas "*Lex specialis derogat lex generalis*"

Hal yang perlu diperhatikan dalam UU No.1 Tahun 1995, adalah bahwa undang-undang ini berlaku bagi PT pada umumnya, dan belum mengatur secara khusus hal-hal yang berkaitan dengan perusahaan publik. Walaupun begitu bukan

berarti aturan ini tidak bisa diberlakukan terhadap perusahaan publik. Hanya saja mengingat perusahaan publik mempunyai karakteristik yang berbeda dari perusahaan tertutup, tentu akan melahirkan konsekwensi yang berbeda pula. Oleh karena itu tentu dalam hal-hal tertentu juga dibutuhkan pengaturan yang bersifat khusus.

Dalam PP No.27 tahun 1998 juga diatur persoalan yang berkaitan dengan PT terbuka yakni seperti yang diatur dalam pasal 6 ayat (3) PP No.27 tahun 1998 yang juga bisa diberlakukan terhadap Perusahaan Publik. Namun hal itu hanya berkaitan kemungkinan diaturnya tentang persyaratan persetujuan RUPS terhadap rencana penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal seperti dikemukakan sebelumnya tidak memuat dengan rinci aturan tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Namun aturan-aturan didalamnya banyak mengatur tentang perilaku perusahaan publik serta pelaku usahanya di Pasar Modal, misalnya pelaksanaan prinsip transparansi dan informasi, serta kontrol dari otoritas publik dan pelaksana bursa efek. Semua itu dalam arti yang lebih luas berkaitan dengan perlindungan investor termasuk pemegang saham minoritas, sehingga persoalan itu juga berkaitan dengan berbagai tindakan hukum atau perbuatan yang terjadi dalam praktek dunia usaha dan bursa, termasuk persoalan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Dengan demikian undang-undang ini lebih mencerminkan unsur publiknya, karena berkaitan dengan kewenangan pengaturan atau regulasi serta adanya sanksi administrasi dan pidana.

Karena UU No.8 Tahun 1995 tidak mengatur secara khusus tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan, maka otomatis akan berlaku aturan adalah seperti yang termuat dalam UU No.1 tahun 1995 dan PP No.27 tahun 1998. Walaupun demikian khusus untuk perusahaan publik atau emiten terdapat berapa pengaturan yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, seperti pasal 82 ayat (2), 83 dan pasal 84 UU No.8 tahun 1995. Pasal 82 ayat 2 UU No.8 tahun 1995 berkaitan dengan pertentangan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham independen. Pasal tersebut menyatakan:

“Bapepam dapat mewajibkan emiten atau perusahaan publik untuk memperoleh persetujuan mayoritas pemegang saham independen apabila emiten atau perusahaan publik tersebut melakukan transaksi dimana kepentingan ekonomis emiten atau perusahaan publik tersebut berbenturan dengan dengan kepentingan ekonomis pribadi direktur, komisaris atau pemegang saham utama Emiten atau perusahaan publik dimaksud.”

Pasal 83 UU No.8 tahun 1995 berkaitan dengan penawaran tender dalam rangka akuisisi. Pasal ini menyatakan:

“Setiap pihak yang melakukan penawaran tender untuk membeli efek emiten atau perusahaan publik wajib, mengikuti ketentuan mengenai keterbukaan, kewajaran dan pelaporan yang ditetapkan oleh Bapepam”

Pasal 84 UU No.5 Tahun 1995 mengatur tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Pasal tersebut menyatakan:

“Emiten atau perusahaan publik yang melakukan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan lainnya wajib mengikuti ketentuan mengenai keterbukaan, kewajaran dan pelaporan yang ditetapkan oleh Bapepam dan peraturan perundang-undang lainnya yang berlaku.”

Peraturan khusus tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik lebih lanjut diatur dalam peraturan yang lebih rendah yakni dalam Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-52/PM/1997 tanggal 26 Desember 1997 tentang Penggabungan Usaha dan Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten dan Keputusan No.Kep-04/PM/2000 tanggal 13 Maret 2000 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka. Kedua peraturan ini pada dasarnya berkaitan dengan tata cara pengajuan rancangan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan kepada Bapepam. Seperti halnya dalam rangka IPO publik, Bapepam dalam hal ini juga akan mengeluarkan pernyataan efektif penggabungan atau pengambilalihan yang diajukan.

2.2. Sinkronisasi Peraturan tentang Penggabungan peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan Publik.

Dari pembahasan di atas diketahui bahwa persoalan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan diatur dalam berbagai bidang hukum yakni, hukum perusahaan, hukum perbankan dan hukum pasar modal. Oleh karena itu perlu juga dilakukan analisis dalam bentuk sinkronisasi peraturan. Analisis hanya difokuskan pada tiga bidang hukum yakni hukum perusahaan, hukum perbankan dan pasar modal.

Bila diperhatikan sejarah tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan seperti sudah disinggung di atas, terlihat bahwa upaya untuk memberikan landasan hukum dan pengaturan bagi penggabungan, peleburan dan pengambilalihan sebenarnya dimulai dengan diaturnya masalah tersebut dalam UU No.1 Tahun 1995. Sesuai dengan prinsip "*Lex posterior derogat Lex anterior*"

(hukum yang baru mengenyampingkan hukum yang lama). Aturan ini berarti bahwa suatu aturan hukum yang baru akan mengenyampingkan aturan hukum yang lama sepanjang mengatur persoalan yang sama. Dengan demikian, dengan diaturnya penggabungan peleburan dan pengambilalihan dalam UU No.1 Tahun 1995, melahirkan beberapa konsekwensi:

- a. Istilah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan merupakan istilah hukum resmi untuk menggantikan merger, konsolidasi dan akuisisi.
- b. Adanya aturan hukum umum tentang penggabungan, peleburan dan penggabungan usaha adalah adalah UU No.1 tahun 1995, sehingga peraturan lain yang dibuat sesudahnya harus mengacu kepada undang-undang ini.
- c. Perlu dicermatinya berbagai konsekwensi dari penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan.

Dari analisis tentang sinkronisasi yang dilakukan di tiga bidang hukum terdapat beberapa hal yang penting:

- a. Dalam tingkat undang-masih terdapat perbedaan istilah, yakni UU No.1 Tahun 1995, UU No.5 Tahun 1995 dan UU No.5 Tahun 1999 menggunakan istilah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan sedangkan UU perbankan UU No.7 Tahun 1992 jo UU No.10 Tahun 1998 masih menggunakan merger akuisisi dan konsolidasi, sedangkan dalam PP No.28 Tahun 1999 juga masih digunakan istilah merger, konsolidasi dan akuisisi. Seharusnya dengan diintrodukirnya istilah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan dalam Undang-Undang No.1 tahun 1995 peraturan-

perundang-undangan yang dikeluarkan sesudahnya baik itu berlaku khusus hendaknya juga menggunakan istilah yang sama sehingga tercipta keseragaman atau sinkronisasi termasuk dalam penggunaan istilah.

- b. Dari prosedur atau tata cara terdapat beberapa perbedaan, walaupun demikian hal itu tidak dapat dipandang sebagai suatu inkonseistensi hanya memperlihatkan kekhususannya bidang hukum misalnya dalam perizinan. Menurut UU No.1 tahun 1995 izin/persetujuan adalah dari menteri kehakiman, khususnya dalam hal terjadi perubahan anggaran dasar perusahaan. Dalam bidang perbankan selain harus adanya persetujuan dari menteri kehakiman juga harus terlebih dahulu mendapat persetujuan pimpinan Bank Indonesia, hal ini dimungkinkan sesuai dengan asas "*Lex Specialis Derogat Lex Gneralis*". Dalam bidang hukum pasar modal bagi perusahaan publik baik perusahaan pada umumnya ataupun usaha perbankan harus mendapat pernyataan efektif dari Bapepam.
- c. Pengaturan penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan di bidang perbankan juga memperlihatkan kekhususannya, yakni dalam inisiatif pembuatan hukum tersebut. Di bidang perbankan dikenal adanya inisiatif penggabungan, peleburan dan pengambilalihan oleh Bank Indonesia serta inisiatif badan khusus yang bersifat sementara dalam rangka penyehatan perbankan atau melalui Badan Penyehatan Perbankan nasional (BPPN), sedangkan pada perusahaan pada umumnya hanya dilakukan atas inisiatif perusahaan yang berkepentingan.

d. Ketidaksinkronan juga terdapat dalam pemberian persetujuan seperti yang diatur dalam PP No.27 Tahun 1998 dengan PP No.28 Tahun 1998. Menurut PP No.27 Tahun 1998 persetujuan menteri tentang perubahan anggaran dasar perusahaan dalam rangka penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik harus diberikan dalam rangka waktu 60 hari setelah permohonan di terima. Sedangkan menurut PP No.28 Tahun 1999 permohonan harus diberikan dalam jangka waktu 14 hari setelah memperoleh dokumen permohonan yang mendapat persetujuan dari bank Indonesia. Sedangkan BI harus memberikan persetujuan atau penolakan atas permohonan dalam jangka waktu 30 hari.

Meskipun terdapat beberapa ketidaksinkronan dalam berbagai peraturan namun secara umum dapat dikatakan bahwa dalam peraturan yang berkaitan dengan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan namun hal itu tidaklah menyangkut hal-hal yang prinsipil. Dalam semua peraturan tersebut termuat asas tentang perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, sehingga kepentingan minoritas harus dihormati. Walaupun demikian baik dalam PP No.27 tahun 1998 ataupun dalam PP No.28 tahun 1999 terdapat aturan yang pada dasarnya menyatakan bahwa pelaksanaan hak pemegang saham minoritas tidak dapat menghentikan proses pelaksanaan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan sebagaimana termuat dalam Pasal 4 ayat (4) PP No.27 Tahun 1998 dan Pasal 6 ayat (3) PP No.27 tahun 1999.

2.3. Pengaturan Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas.

Seperti sudah dikemukakan sebelumnya, sampai dikeluarkannya UU No.1 Tahun 1995, berbagai peraturan tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan melulu mengatur tentang persoalan prosedural dan administratif. Peraturan-peraturan tersebut tidak menyinggung persoalan tentang konsekwensi dan akibat dari perbuatan hukum tersebut serta dampak yang dapat ditimbulkannya. Dengan demikian tidak ditemukan aturan tentang perlindungan hukum terhadap pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas. Perbuatan tersebut lebih dipandang sebagai perjanjian para pihak yang tunduk dan terikat kepada asas-asas dan prinsip perjanjian, seperti asas konsensualisme, dan kekuatan mengikat suatu perjanjian. Kalau para pihak sudah sepakat untuk merger dan sudah memenuhi persyaratan RUPS, maka perbuatan itu sah menurut hukum. Persyaratan berikutnya hanya menyangkut soal perizinan seperti izin Bank Indonesia dalam usaha perbankan. Bagi pihak yang mungkin dirugikan akibat perbuatan hukum tersebut hanya hanya dapat menggunakan manisme gugatan perdata berupa inkar janji (wanprestatie) dan perbuatan melanggar hukum seperti diatur dalam pasal 1365 KUHPperdata.

Pengaturan tentang hak pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan baru terdapat dalam UU No.1 tahun 1995. Hal itu terlihat dari diaturnya beberapa hak dari pemegang saham pada umumnya dan hak pemegang saham minoritas pada khususnya. Namun, yang perlu mendapat penekanan di sini adalah bahwa semua hak-hak itu bersifat keperdataan. Belum terdapat perlindungan yang bersifat publik.

Hal itu berarti bahwa pemenuhan hak itu sangat tergantung kepada para pihak. Berlainan kalau perlindungan bersifat publik negara dapat melakukan tindakan bila hak tersebut dilanggar, seperti dengan memberikan sanksi administratif atau pidana.

Untuk lebih melihat sejauh mana hak-hak tersebut dapat terlindungi, perlu dibahas beberap hak yang cukup penting. Pertama adalah hak utama pemegang saham yang mencakup hak suara, hak deviden dan hak atas pembagian sisa kekayaan hasil likuidasi. Sedangkan terhadap hak derivatif hanya dibahas hak untuk membeli saham terlebih dahulu, hak untuk mengajukan gugatan dan hak untuk menjual dengan harga yang wajar.

a. Hak suara

Hak suara adalah hak setiap pemegang saham untuk memberikan suaranya dalam RUPS. Yang merupakan wadah untuk menentukan setiap arah dan kebijakan yang akan ditempuh oleh perusahaan yang selanjutnya akan dioperasionalkan oleh dewan direksi dan komisasi. Menurut pasal 63 (1) UU No.1 Tahun 1995 RUPS mempunyai segala kewenangan yang tidak diberikan kepada direksi dan komisariss dalam batas yang ditentukan dalam unang-undang ini dan Anggaran Dasar.

Dalam perusahaan tertutup, pemberian hak suara ini tidak begitu menjadi persoalan, karena terbatasnya jumlah pemegang saham dan kemungkinan besar setiap pemegang saham akan mudah berpartisipasi dan menyuarakan kepentingan mereka. Persoalan dalam perusahaan publik, dimana sangat besar kemungkinan pemegang saham publik tidak hadir dalam RUPS, membuat mereka tidak dapat menyuarakan kepentingan-kepentingan mereka.

Dalam praktek ternyata diketahui bahwa RUPS yang sebenarnya menjadi sarana untuk menampung aspirasi pemegang saham, lebih banyak hanya sekedar formalitas untuk mensahkan kebijakan yang telah ditetapkan oleh pemegang saham mayoritas melalui perpanjangan tangannya di dewan direksi dan komisaris, atau menurut istilah MISSI hanya sebagai arena ketok palu¹⁶³. Di samping itu terdapat mekanisme dalam Anggaran Dasar yang membatasi penyampaian aspirasi dengan menetapkan adanya batas jumlah suara (biasanya minimal 10%) untuk dapat mengajukan usulan dalam RUPS. Bagi pemegang saham minoritas tidak mudah untuk mengumpulkan jumlah suara 10% tersebut, karena menyebarnya kepemilikan saham.

Undang-undang memang memberikan kemungkinan bagi pemegang saham untuk memberikan kuasa tertulis dalam pemberian suara kepada pihak lain, namun dalam praktek hal itu tentu tidak akan mudah. Akibatnya tentu saja kepentingan mereka tidak terlindungi dengan baik dalam RUPS. Untuk mengatasi keadaan banyaknya pemegang saham yang tidak hadir dalam RUPS, di Amerika Serikat misalnya dikenal adanya "*Proxy Rules*" yakni peraturan yang memuat suatu mekanisme agar pemegang saham yang tidak hadir dapat memberikan suaranya melalui seseorang yang biasanya adalah pihak manajemen, atau pihak lain yang membutuhkan dukungan suaranya.¹⁶⁴

¹⁶³ Taufik Rochman, Ketua Biro Komunikasi BEJ, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 6 Maret 2001

¹⁶⁴ Securities Exchange Commission mempunyai kewenangan untuk mengatur Proxy Contest, yakni menyangkut mekanisme dan sistem proxy, informasi yang harus disampaikan atau informasi lain tentang hak suara yang tidak digunakan dalam proxy. Steven Emanuel, *op cit.* hal. 71

Pasal 71 UU No.1 tahun 1995 memang memberikan kewenangan kepada pemegang saham untuk memberikan kuasa kepada pihak lain untuk menghadiri RUPS dan menggunakan hak suaranya. Namun berbeda dengan *Proxy rules* kewenangan itu tidak dapat diberikan kepada pihak manajemen dalam hal ini anggota direksi, komisaris atau karyawannya. Di samping itu belum terdapat pengaturan lebih lanjut tentang pemberian kuasa untuk menggunakan hak suara ini. Untuk perusahaan publik seharusnya Bapepam sudah mengatur mekanisme mengenai hal ini agar dapat memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, khususnya dalam penggunaan hak suaranya. Oleh sebab itu salah satu upaya yang dilakukan MISSI adalah mengupayakan terbentuknya aturan hukum tentang *proxy* ini sehingga aspirasi dan kepentingan pemegang saham minoritas tertampung dalam RUPS.¹⁶⁵

b. Hak atas sisa kekayaan setelah dilikuidasi

Hak ini merupakan hak yang menjamin pemegang saham akan menerima kembali investasinya bila mana perusahaan bubar. Namun pelaksanaan hak ini harus terlebih dahulu melalui proses likuidasi. Dalam proses ini perusahaan akan membereskan semua kewajiban dan haknya, dan bila masih terdapat harta kekayaan perusahaan setelah memenuhi kewajibannya, maka sisa itu akan dibagikan kepada pemegang saham. Likuidasi perusahaan diatur dalam Bab IX, pasal 114 sampai dengan pasal 124 UU No.1 tahun 1995. Menurut Pasal 118, pasal 119 dan pasal 120 UU No.1 tahun 1995 likuidatorlah yang bertugas

¹⁶⁵ Wiwid Indarko, Wakil Sekjen, MISSI, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 12 Maret 2001

membereskan semua harta kekayaan perseroan. Kalau perusahaan bubar karena penetapan pengadilan, pengadilan punya kewenangan untuk mengangkat likuidator. Dalam pelaksanaan tugasnya likuidator diawasi oleh pemegang saham.

Menurut pasal 123 UU No.1 tahun 1995, salah seorang pemegang saham atau kejaksaan dapat meminta pengadilan negeri mengangkat likuidator baru dan memberhentikan likuidator lama karena bersangkutan tidak melaksanakan tugas sebagaimana mestinya atau dalam hal utang perseroan melebihi kekayaan perseroan. Dengan demikian terlihat terdapat aturan hukum yang cukup untuk melindungi kepentingan pemegang saham dalam hal terjadinya likuidasi perusahaan.

c. Hak atas deviden.

Tujuan utama para pemegang saham pada dasarnya adalah mencari keuntungan yang terutama sekali diterima dalam bentuk deviden. Namun dalam realitanya seluruh keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden, melainkan digukan untuk berbagai pos pengeluaran, cadangan laba, membeli saham atas nama perusahaan dan sebagainya. Permasalahannya adalah bahwa penggunaan keuntungan dan atau laba itu sangat ditentukan oleh RUPS. Dengan demikian suara yang dominan tetap akan menentukan dalam pembagian deviden tersebut. Akibatnya bisa saja perusahaan selama bertahun-tahun tidak dapat membagikan devidennya atau deviden yang dibagikan sangat kecil. Di samping itu dalam pembagian deviden juga berlaku aturan yang sebenarnya diskriminatif, misalnya pembagian

deviden menurut saham biasa dan saham prioritas, ataupun pembagian deviden berdasarkan besar jumlah atau nilai saham yang dimiliki.¹⁶⁶

Walaupun demikian kalau pemegang saham melihat terjadi penyelewengan atau ketidakberesan dalam pembagian deviden tersebut yang bersangkutan baik secara sendiri-sendiri dapat menggunakan hak-hak lainnya, baik itu hak pemeriksaan atau melakukan tuntutan terhadap pihak-pihak yang merugikan, baik itu perusahaan, anggota direksi atau komisaris. Salah satu aturan yang memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas pada perusahaan publik adalah Peraturan Bapepam yang memberikan kewenangan kepada Bapepam untuk memerintahkan suatu emiten untuk membagikan deviden kepada pemegang saham.¹⁶⁷

- d. Hak untuk membeli saham terlebih dahulu dalam hal perusahaan mengeluarkan saham baru atau pemegang saham ingin menjual sahamnya seperti yang diatur dalam pasal 36 dan 51 UU No. 1 Tahun 1995, merupakan hak yang fakultatif. artinya hak itu hanya ada sepanjang dalam anggaran dasar tidak ditentukan lain. Dengan demikian bila dalam Anggaran Dasar tidak diatur hak itu maka berarti hak itu tidak ada pada pemegang saham,

Dalam keadaan normal dan harga saham tinggi hak ini akan sangat menguntungkan bagi pemegang saham, karena dengan membeli saham baru, maka terbuka kesempatan untuk lebih memperbesar keuntungan yang akan

¹⁶⁶ Hal itu berarti pemegang saham yang besar akan memperoleh persentase deviden yang lebih tinggi.

¹⁶⁷ Di Amerika Serikat pemegang saham berhak meminta pengadilan untuk membayar deviden. Hak ini termasuk kedalam "*direct suit*" yang lebih bersifat perorangan. Sedangkan bila pemegang saham ingin menuntut pemberian gaji/tunjangan yang berlebihan terhadap direksi/komisaris maka hak itu tergolong ke dalam *derivative action*, yang sifatnya untuk kepentingan perusahaan., Steven Emanuel, *op cit*, hal.252

diperoleh. Sebaliknya dalam kondisi yang tidak baik seperti dalam krisis, *right issue* sering digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana baru dengan mengundang investor baru, atau digunakan untuk memperkuat posisi pemegang saham mayoritas, seperti yang dilakukan oleh Lippo Bank, dengan mengeluarkan saham baru dengan harga Rp.10.

Kebijaksanaan seperti ini jelas akan merugikan pemegang saham minoritas. Bila harga saham yang baru dikeluarkan lebih rendah dari harga nominal saham yang sudah ada, maka hal itu akan merugikan pemegang saham karena akan terjadi dilusi harga saham.¹⁶⁸ Dalam keadaan seperti ini pemegang saham akan berada dalam dilema. Kalau yang bersangkutan tidak membeli saham baru yang ditawarkan dia akan rugi, sebaliknya kalau dia membeli jumlah modalnya juga tidak akan bertambah. Metode ini sering digunakan oleh perusahaan sehingga sering mendapat tantangan dari pemegang saham. Rencana Bank Lippo untuk melakukan *Ringht Issue* dengan nilai saham Rp.10 misalnya mendapat tantanga dari MISSI, sehingga rencana itu dibatalkan.¹⁶⁹

Berkaitan dengan hak ini dalam upaya restrukturisasi perusahaan-perusahaan yang mengalami krisis, Bapepam telah mengeluarkan Keputusan No:Kep-44/PM/1998 tanggal 14 Agustus 1998 tentang Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Peraturan tersebut dapat

¹⁶⁸ Dilusi terjadi karena semakin banyaknya jumlah saham padahal modal kekayaan tidak bertambah secara ril, dengan kata lain terjadi penurunan nilai nominal saham.

¹⁶⁹ Laporan Aksi MISSI tahun 1999

menghapuskan kewajiban emiten untuk menawarkan saham yang akan dikeluarkannya kepada pemegang saham lama. Logika keputusan ini adalah untuk memberikan kesempatan kepada investor baru untuk masuk dan menjadi pihak yang mengendalikan perusahaan, dengan membeli seluruh saham baru yang dikeluarkan.¹⁷⁰ Walaupun demikian ketentuan ini jelas bertentangan dengan UU No.1 tahun 1995. Disamping itu secara hirarkhi perundang-undangan Keputusan Ketua Bapepam seharusnya tidak dapat mengenyampingkan undang-undang begitu saja yang kedudukannya lebih tinggi.

Sebenarnya peraturan itu tidak perlu dikeluarkan karena dalam keadaan krisis seperti belum tentu ada pemegang saham lama yang berkemampuan untuk membeli semua saham baru yang akan dikeluarkan. Kalaupun terdapat investor publik yang mampu, mengapa kesempatan itu tidak diberikan kepada pemegang saham lama. Jelas terlihat bahwa kebijakan ini semata-mata bertujuan untuk memberikan kesempatan kepada investor baru untuk menguasai emiten yang berada dalam kesulitan.

e. Hak untuk mengajukan gugatan

Salah satu hak pemegang saham yang cukup penting adalah hak untuk mengajukan gugatan baik itu terhadap perseroan, direksi atau komisaris seperti diatur dalam pasal 54 ayat (2) dan (3), pasal 85 ayat (30) dan pasal 98 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995. Terdapat perbedaan antara gugatan terhadap perseroan

¹⁷⁰ Peraturan yang termuat dalam Lampiran No.IX.D.4. ini bertujuan untuk memberi fasilitas bagi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. I Nyoman Tjager, *Falita Baru bagi Emiten*, PPH News Letter/35/IX/1998

dengan gugatan terhadap direksi dan komisaris. Gugatan terhadap perseroan sebagaimana diatur dalam pasal 54 UU No.1 Tahun 1995 bersifat hak perorangan pemegang saham, sehingga dapat diajukan oleh setiap pemegang saham yang merasa dirugikan karena tindakan perseoran yang tidak adil dan tanpa alasan yang wajar baik akibat keputusan RUPS, direksi atau komisaris. Gugatan terhadap direksi atau komisaris hanya dapat diajukan atas nama perseroan yakni oleh pemegang saham yang mewakili paling sedikit 1/10 bagian dari jumlah saham dengan hak suara yang sah. Gugatan ini sering disebut juga dengan "*derivative action*".¹⁷¹

Perbedaan lain antara gugatan terhadap perseroan dengan gugatan terhadap direksi dan komisaris ada pada dasar gugatan. Dalam gugatan terhadap perseroan dasar gugatan adalah tindakan perseroan baik itu melalui RUPS, Direksi atau Komisaris yang merugikan pemegang saham karena tindakan yang tidak adil dan tanpa alasan yang wajar. Sedangkan dalam hal gugatan terhadap Direksi atau Komisaris, dasar gugatan lebih berkaitan dengan profesionalitas direksi atau komisaris, atau menurut rumusan undang-undang dasar gugatan adalah kesalahan atau kelalaian yang menimbulkan kerugian bagi pemegang saham.

Walaupun secara normatif hak ini terlindungi kesulitan mungkin terletak dalam pelaksanaannya di pengadilan dengan beberapa pertimbangan. Pertama,

¹⁷¹ Hukum Amerika Serikat membedakan hak pemegang saham ini atas *derivative action* dan *direct action*. Dalam *derivative action* tuntutan diajukan oleh perorangan atau sekelompok pemegang saham atas nama perusahaan atas pelanggaran yang dilakukan oleh perseorangan seperti direksi. Sedangkan pada *direct action*, gugatan diajukan atas nama pribadi dan untuk keuntungan pribadi, *Ibid*, hal.251-253

belum dikenalnya lembaga *Class action* dalam hukum acara perdata. Meskipun UU No.1 tahun 1995 telah memungkinkan adanya gugatan kelompok pemegang saham, namun persoalan timbul dalam hukum acara, seperti siapa pihak yang dapat mengajukan gugatan, serta pihak yang mewakili di persidangan. Walaupun demikian sudah terdapat jurisprudensi dalam kasus ini dimana Pengadilan Negeri Surabaya mengabulkan gugatan pemegang saham minoritas terhadap tindakan pemegang saham mayoritas untuk mengadakan RUPS Luar Biasa pada PT Bentoel Nasional.¹⁷² Putusan ini kiranya dapat menjadi jurisprudensi dalam perkara berikutnya.

Kesulitan kedua terdapat dalam pembuktian tentang kerugian yang ditimbulkan, atau mengukur standar profesionalitas yang menunjukkan adanya kelalaian atau kesalahan. Di Amerika Serikat untuk menentukan adanya kesalahan atau kelalaian dikenal adanya prinsip yang disebut dengan "*Business Judgment Rule*". Prinsip ini pada dasarnya menyatakan bahwa seorang direktur tidak bertanggung jawab atas kerugian yang terjadi bilamana tindakan yang diambil sesuai dengan pertimbangan bisnis (*Business Judgement*) yang tepat atau matang. Meskipun tindakan yang diambil oleh orang biasa dianggap tidak sesuai dengan prinsip kehati-hatian namun kalau sudah diambil dengan pertimbangan bisnis yang matang, maka direktur yang bersangkutan tidak dapat diminta pertanggungjawabannya.¹⁷³

¹⁷² *Harian Bisnis Indonesia*, 12 Nopember 2000

¹⁷³ Steven Emanuel, *op cit.* hal.129

Memang terdapat perbedaan dalam penerapan *Business Judgment Rule*, karena juga tidak ada standar tentang pertimbangan bisnis yang matang. Namun dibalik prinsip pertimbangan bisnis ini terdapat dua dasar pemikiran yakni tindakan itu diambil berdasarkan informasi yang beralasan (*reasonable information*) serta dengan pertimbangan yang rasional (*some rationality*). Bila putusan telah diambil berdasarkan dua kondisi tersebut maka yang bersangkutan tidak bertanggung jawab meskipun hasilnya merugikan. *American Law Institute (ALI)* memberikan pengertian tentang prinsip pertimbangan bisnis ini:

“A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills his duty of care if:

- a) he is not interested in the subject of his business judgment;
- b) he is informed with respect to the subject of his business judgment to the extent he reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and
- c) he rationally believes that his judgment is in the best interest of the corporation”.¹⁷⁴

(Terjemahan bebasnya: Seorang direktur atau pimpinan yang membuat pertimbangan bisnis dengan itikad baik, maka berarti dia sudah melaksanakan prinsip kehati-hatian kalau: a. yang bersangkutan tidak mempunyai kepentingan pribadi dalam bisnis tersebut, b) yang bersangkutan mempunyai informasi yang lengkap tentang pertimbangan bisnis tersebut serta diambil dengan alasan yang tepat dan rasional, c) yang bersangkutan yakin bahwa pertimbangan bisnisnya akan menguntungkan perusahaan)

Pengaturan yang spesifik tentang pemegang saham minoritas sangat terbatas sekali dan hanya ditemui dalam beberapa pasal yaitu:

- a. Hak untuk menuntut diadakannya RUPS tahunan (pasal 66 ayat (2) UU No.1 tahun 1995.

¹⁷⁴ *Ibid*

- b. Hak untuk mengajukan gugatan terhadap direksi yang karena kesalahannya atau kelalaiannya menimbulkan kerugian bagi perseroan (pasal 85 ayat (3) UU No.1 tahun 1995.
- c. Hak untuk mengajukan gugatan terhadap komisaris yang karena kesalahannya atau kelalaiannya menimbulkan kerugian pada perseroan, (pasal 98 ayat (2) UU No.1 Tahun 1995.
- d. Hak untuk meminta perseroan membeli saham dengan harga yang wajar, (Pasal 104 ayat (2) jo pasal 55 ayat (1) UU No.1 Tahun 1995.
- e. Hak untuk melakukan pemeriksaan terhadap perseroan, (Pasal 110 ayat (3) UU No.1 Tahun 1995.
- f. Hak meminta kepada pengadilan untuk melakukan pembubaran terhadap perseroan, (Pasal 117 ayat (1b) UU No.1 Tahun 1995.

Selain hak-hak yang dikemukakan di atas, hak-hak lainnya pemegang saham pada umumnya juga otomatis akan dimiliki oleh pemegang saham minoritas baik yang dimiliki secara perseorangan ataupun secara kelompok bersama dengan pemegang saham lainnya.

Memperhatikan ketentuan hukum yang ada secara normatif telah terdapat perlindungan hukum yang memadai bagi pemegang saham minoritas, baik yang termuat dalam UU No. 1 tahun 1995, UU No.8 tahun 1995 maupun peraturan pelaksanaannya. Yang perlu dipertimbangkan untuk dibuat aturannya adalah berkaitan dengan bagaimana kepentingan pemegang saham minoritas lebih terakomodasi dalam RUPS, yakni membuat aturan yang memungkinkan pemegang saham minoritas untuk menyalurkan suaranya dalam RUPS atau disebut dengan

proxy rules. Dengan adanya aturan yang lebih jelas tentang *Proxy* maka hak suara yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas akan lebih terakomodasi. Dengan adanya peraturan ini, pihak yang berkepentingan akan berupaya mendapat dukungan dari pemegang saham lainnya agar dalam posisi atau kebijakannya dalam RUPS atau disebut dengan *proxy contest*.¹⁷⁵ Dalam keadaan seperti ini pemegang saham yang memiliki sejumlah saham namun tidak cukup untuk mengendalikan, maka dia akan berusaha mendapat dukungan pemegang saham lainnya, biasanya pemegang saham yang kecil. Dengan demikian pemegang saham minoritas dapat menjadi rebutan. Walaupun demikian aturan ini baru akan lebih efektif bila perusahaan publik menjual mayoritas sahamnya kepada masyarakat. Kalau komposisi kepemilikan saham publik seperti sekarang ini, aturan tentang proxy juga tidak akan begitu efektif karena pemegang saham mayoritas atau pendiri tidak membutuhkan dukungan suara lainnya dalam RUPS.

Walaupun sudah terdapat berbagai hak yang dilindungi oleh undang-undang, permasalahannya lebih banyak terletak dalam pelaksanaan hak tersebut. Kalau para pihak atau semua pemegang saham sepakat dengan perbuatan hukum yang dilakukan tentu tidak akan menimbulkan persoalan. Persoalan baru timbul kalau ada sebagian pemegang saham yang tidak menyetujuinya. Walaupun demikian kalau ketetidaksetujuan itu hanya diajukan oleh sebagian kecil pemegang saham tentu tidak dapat mencegah terjadinya penggabungan, peleburan atau pengambilalihan

¹⁷⁵ Yang dimaksud dengan *proxy contest* adalah setiap kompetisi anatar kubu yang berlawanan untuk mendapat dukungan dari pemegang saham lainnya seperti dalam pemilihan direktur atau rencana merger dengan cara memasang iklan, mengirim surat, menelpon langsung dan sebagainya. Emanule Steven, *op cit* hal.88

yang direncanakan. Konsekwensinya, undang-undang memberikan hak kepada mereka untuk menjual sahamnya dengan harga yang wajar atau disebut juga dengan *appraisal right* dan *appraisal remedy*.

Persoalan tentu akan tidak berlanjut kalau harga yang ditawarkan disetujui oleh pihak lainnya. Namun bila harga yang ditawarkan tidak disetujui, maka akan menimbulkan persoalan lebih lanjut, yakni bagaimana pemecahan persoalan tersebut. Dalam keadaan demikian, timbul kemungkinan pemegang saham minoritas untuk menjual sahamnya dengan harga yang ditetapkan pemegang saham mayoritas. Di Amerika Serikat terhadap persoalan tersebut dikenal mekanisme penyelesaian melalui pengadilan yakni melalui *Derivative suit*, yakni meminta pengadilan untuk menetapkan harga yang wajar terhadap saham pemegang saham minoritas.

Dalam UU No.1 Tahun 1995 tidak dikenal adanya tuntutan kepada pengadilan untuk menetapkan harga yang wajar. Undang-Undang ini hanya mengenal hak untuk mengajukan gugatan terhadap direksi komisaris dan perseroan dan meminta pengadilan melakukan pemeriksaan, pemanggilan RUPS, dan minta pembubaran perseroan. Bila pemegang saham minoritas menggunakan mekanisme gugatan ke pengadilan, itu berkaitan dengan perbuatan melawan hukum yang menimbulkan kerugian. Bila melihat rumusan pasal 54 UU No.1 tahun 1995, sebenarnya mekanisme gugatan ke pengadilan ini bisa digunakan. Namun pasal tersebut lebih berkaitan dengan perbuatan melawan hukum. Akibatnya perkaranya sebagaimana diatur dalam pasal 1365 KUH Perdata ini yang membutuhkan proses yang panjang

dan cukup rumit, terutama dalam masalah pembuktian adanya kesalahan¹⁷⁶. Bila dikaitkan dengan dunia usaha mekanisme ini jelas tidak menguntungkan.

Pasal 55 UU No.1 tahun 1995 memang memberikan perlindungan kepada pemegang saham minoritas dalam hal terjadinya penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan. Namun rumusan pasal tersebut hanya berupa: "...*dapat meminta kepada perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar*". Dengan demikian hak itu hanya untuk minta kepada perseroan bukan mengajukan gugatan ke pengadilan. Permasalahannya adalah bagaimana kalau perseroan menolak atau harga yang ditawarkan tidak disepakati. Untuk itu salah satu penyelesaiannya haruslah melalui pengadilan. Kalau keadaan itu terjadi maka tentu saja mekakinismenya sama dengan tuntutan hak-hak lainnya yang dilindungi oleh undang-undang..

Permasalahan lainnya yang sering timbul adalah dalam penetapan harga yang wajar (*fair price*). Persoalan dalam penetapan harga yang wajar sebenarnya tidak hanya berkaitan dengan persoalan harga, melainkan lebih kepada persoalan *imateril* bagi seorang pemegang saham hanya akan atau harus melepaskan kepemilikannya pada sebuah perusahaan. Keadaan ini seperti apa yang dikemukakan oleh Detlev F. Vagt:

"The question of fairness as it arises in merger and others basic changes can be looked in three different aspects. The frist there is the financial issues; are the shareholder in each corporation being given a fair equivalent in value to what they are growing up..."¹⁷⁷ (Terjemahan menurut penulis: Persoalan harga yang wajar dalam penggabungan dan perubahan mendasar lainnya dalam perusahaan dapat

¹⁷⁶ Munir Fuady, *Pasar Modal Moderen, op cit*, hal.140

¹⁷⁷ Detlev F. Vagts, *Basic Corporation Law, Materials, Cases, Text*, The Foundation Press Inc, Westbury NY, 1998, hal. 752

ditinjau dari berbagai aspek pertama adalah persoalan finansial yakni apakah pemegang saham setiap perusahaan memperoleh harga yang sepadan dengan nilai perusahaan yang telah mereka besarkan.....)

Dari penelitian terungkap bahwa cara yang dipakai oleh Emiten dalam penetapan harga dalam pengajuan pernyataan penggabungan, peleburan dan pengambilalihan ke Bapepam ataupun dalam pengajuan perubahan anggaran dasar ke Menteri Kehakiman adalah dengan melibatkan penilai (*appraisal*) independen untuk menetapkan harga saham yang wajar. Permasalahan masih akan juga timbul kalau pemegang saham minoritas masih menganggap harga yang ditetapkan oleh penilai independen dianggap tidak wajar oleh pemegang saham minoritas. Oleh karena itu penyelesaian akhir yang mempunyai kepastian hukum tentu harus melalui pengadilan.

Mengingat tidak adanya pengaturan yang lebih jelas dalam undang-undang tentang bagaimana menetapkan harga yang wajar tersebut, maka sudah sepantasnyalah persoalan tersebut dibuat pengaturannya, atau pengadilan mengembangkan mekanisme *derivative suit* tersebut untuk menyelesaikan persoalan perselisihan harga yang wajar tersebut. Bila terjadi perselisihan tentang harga yang wajar ini dalam praktek digunakan beberapa metode dalam penetapan harga tersebut, yakni berdasarkan harga pasar (*market price*), nilai buku (*book value*), nilai likuidasi (*liquidating value*), nilai harga pasar ditambah laba persentase laba (*price earning ratio*), atau nilai saham saat perusahaan go publik (*going concern value*).¹⁷⁸

¹⁷⁸ Erman Radjagukguk, *Op. Cit.* hal. 16

Penilaian dengan metode nilai pasar adalah bahwa harga saham tersebut ditetapkan sesuai dengan harga pasar yang berlaku pada saat itu. Harga pasar tentu didasarkan pada harga saham perusahaan yang bersangkutan seperti yang tertera di papan bursa efek. Metode ini mempunyai kelemahan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas, karena seringkali harga pasar tidak mencerminkan harga sesungguhnya dari saham perusahaan yang bersangkutan. Bisa saja satu keadaan tertentu membuah harga saham perusahaan turun menjadi sangat rendah. Keadaan turunya harga pasar juga sering dijadikan momen oleh sebagian kalangan untuk melakukan akuisisi karena harga saham sangat murah, dan rendahnya saham tersebut sering dijadikan saat oleh pemegang saham tertentu untuk menguasai mayoritas saham perusahaan atau disebut dengan *going private*.¹⁷⁹

Walaupun demikian metode ini masih memiliki berbagai kelemahan dan kesulitan dalam menetapkan harga yang wajar. Oleh karena itu pengadilan di Amerika Serikat juga menetapkan metode *Future Earning*, yakni dengan memperhitungkan prospek masa depan perusahaan yang akan diterima oleh pemegang saham seandainya mereka tidak menjual sahamnya.¹⁸⁰ Karena kelemahan-kelemahan tersebut metode ini jarang digunakan.

Metode penilaian berikutnya adalah dengan metode nilai buku (*book value*). Menurut metode ini harga saham diperoleh dengan mencari nilai buku perusahaan yang diperoleh dengan cara: "*The book value of a share is equal to the sum of the proprietorship account (capital, capital surplus and retained earning) divided by*

¹⁷⁹ Lihat Steven Emanuel, *op cit.* hal 336

¹⁸⁰ *Ibid*, hal.17

*the number of share*¹⁸¹ (Terjemahan penulis: Nilai buku saham sama dengan jumlah seluruh rekening kekayaan perusahaan (yang terdiri dari modal, kelebihan modal dan lama yang ditahan) dibagi dengan seluruh jumlah saham). Metode ini juga mempunyai kelemahan karena nilai buku jelas tidak mencerminkan nilai asset perusahaan. Untuk asset tetap misalnya selalu terjadi penyusutan pada nilai buku, meskipun harga sesungguhnya bisa saja semakin meningkat..

Metode berikutnya adalah nilai likuidasi atau sering disebut dengan "*net asset value*" atau disebut "*juga liquidating value*". Menurut metode ini harga saham ditentukan dengan mengumpamakan kalau perusahaan tersebut dilikuidasi, maka berapa harga yang akan diterima pemegang saham. Dengan demikian diumpamakan seluruh harta kekayaan dijual dan seluruh kewajiban dipenuhi dan berapa sisa yang akan menjadi pemegang saham dibagi dengan jumlah seluruh saham.¹⁸² Metode ini punya kelemahan karena nilai penjualan likuidasi sebuah perusahaan biasanya sangat murah, sehingga hasilnya akan merugikan pemegang saham.

Metode berikutnya adalah harga saham ditambah dengan perbandingan keuntungan yang diperoleh atau "*price earning ratio*". Metode ini dianggap lebih menguntungkan pemegang saham minoritas, namun penghitungannya cukup rumit dan cenderung subjektif.

"Probably the most subjective factor of all is the so called "earning valuation". Computation of the earning valuation requires two steps: 1) the court computes the average earnings of the corporation for some prior period (usually five years before aquisition); 2) the court then selects a suitable multiplier, i.e. a factor by which these average earnings stream in the future".¹⁸³ (Terjemahan

¹⁸¹ Detlef F. Vagts, *op cit*, hal. 799

¹⁸² Lewis D. Solomon, *op cit* hal. 546

¹⁸³ Steven Emanuel, *op cit*. hal. 336

menurut penulis: Metode nilai penghasilan ini merupakan yang paling subjektif. Penghitungan dilakukan dalam dua tahap. Pertama pengadilan menghitung penghasilan rata-rata yang diambil dalam jangka waktu tertentu biasanya lima tahun. Kemudian pengadilan memilih nilai yang diperkirakan akan diterima pemegang saham nantinya.

Disamping perhitungannya cukup rumit, penetapan nilai selalu bercermin kepada masa yang lalu, sedang dalam pertimbangan bisnis selalu akan terdapat perbaikan pada masa yang akan datang, sehingga perhitungan tidak selalu tepat.

Metode berikutnya yang sering digunakan adalah nilai kalau perusahaan tersebut tetap melakukan usaha (*going concern value*). Menurut metode harga saham ditetapkan berdasarkan perkiraan harga yang akan dibayar oleh seseorang yang ingin membeli saham perusahaan tersebut kalau orang tersebut ingin menjalankan perusahaan tersebut dalam keadaan sekarang.¹⁸⁴ Nilai ini biasanya lebih tinggi karena harga ditentukan berdasarkan keinginan seorang yang berminat untuk menguasai perusahaan tersebut.

Walaupun terdapat berbagai metode penilaian dalam penetapan harga yang wajar, namun masing-masingnya mempunyai kelebihan dan kekurangan, dan tidak dapat sepenuhnya memenuhi keinginan kedua belah pihak. Oleh karena itu tentu saja perhitungan itu harus melalui pemeriksaan dan pertimbangan yang wajar sehingga lebih dapat memberikan rasa keadilan bagi pemegang saham minoritas.

Disamping adanya perlindungan berupa hak individual atau keperdataan seperti yang diatur dalam UU No. 1 Tahun 1995, maka dalam perusahaan publik juga diatur

¹⁸⁴ Lewis D. Solomon, *op cit* hal 546

perlindungan hukum lainnya yang bersifat publik, seperti diatur dalam UU No.8 tahun 1995 dan UU No.5 tahun 1999, misalnya kewajiban *tender offer* dalam akuisisi perusahaan publik, pelaksanaan prinsip keterbukaan, larangan insider trading dan sebagainya. Melalui *tender offer* pemegang saham diberi kesempatan untuk menerima atau menolak penggabungan, atau pengambilalihan dengan menawarkan harga tertentu.¹⁸⁵ Bila pemegang saham menganggap harga itu wajar maka dia akan menjual sahamnya. Sedangkan bila harga itu dianggap rendah maka yang bersangkutan dapat memilih apakah tetap dalam perusahaan atau akan menggunakan haknya untuk menjual saham dengan harga yang wajar. Aturan ini diperkuat dengan pemberian sanksi administratif dan pidana kepada pihak-pihak yang tidak melaksanakan aturan yang ditetapkan.

Karena perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas juga bersifat publik maka pelaksanaannya juga terletak pada penegakan hukum terkait. Karena itu pelaksanaannya tentu sangat tergantung pada kemauan dan tindakan dari penegak hukum lebih lanjut, misalnya oleh Bapepam sebagai lembaga pengawas Pasar Modal yang dapat memberikan sanksi kepada pihak-pihak yang melanggar undang-undang. Dari penelitian terungkap, bahwa sampai saat ini sanksi yang diberikan oleh Bapepam baru terbatas pada sanksi administratif, seperti peringatan dan denda.

¹⁸⁵ Menurut Keputusan bapepam IX.F.1. Kep-10/PM/2000 Penawaran tender harus dilakukan sekurang-kurangnya dalam dua surat kabar harian berbahasa Indonesia. Jangka waktunya sekurang-kurangnya 30 hari dan dapat diperpanjang menjadi 90 hari.

3. Bentuk Perlindungan Hukum dan Penyelesaian yang Ditempuh Pertentangan Kepentingan antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minoritas dalam Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perusahaan publik.

3.1. Bentuk Perlindungan Hukum

Dari kajian terhadap berbagai peraturan perundang-undangan dan praktek yang berjalan dalam perusahaan publik maka dapat disimpulkan bahwa terdapat beberapa bentuk perlindungan hukum yang diberikan terhadap pemegang saham minoritas.

3.1.1. Perlindungan hukum keperdataan

Sesuai dengan sifatnya upaya keperdataan sangat tergantung dari pihak yang merasa dirugikan hak keperdataannya, seperti yang tertuang dalam peraturan perundang-undangan khususnya dalam UU No.1 tahun 1995, ataupun mengacu kepada KUHPdt. mengenai perbuatan melawan hukum atau mengenai perjanjian. Dari kajian terhadap berbagai peraturan perundang-undangan yang ada perlindungan melalui hukum keperdataan dapat dibeberhkan:

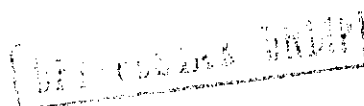
1. Gugatan terhadap pelanggaran hak-hak yang diatur dalam UU No.1 tahun 1995.
2. Gugatan terhadap pelanggaran terhadap undang-undang Pasar modal (UU NO.8 tahun 1995).
3. Gugatan perdata berdasarkan perbuatan melawan hukum seperti diatur dalam pasal 1365 KUHPdt dan gugatan wanprestasi seperti diatur dalam pasal 1311 KUHPdt.

Bagi pemegang saham minoritas, pelaksanaan hak ini akan mempunyai kesulitan tersendiri terutama berbaitan dengan pembuktian serta membutuhkan biaya, waktu dan tenaga yang cukup besar. Oleh karena itu di beberapa negara sudah diperkenalkan tanggung jawab mutlak (*strict liability*) terhadap emiten yang melakukan kesalahan.¹⁸⁶ Mengingat kesulitan-kesulitan tersebut dalam praktek tuntutan-tuntutan hak ini sulit dilakukan karena tidak efektif dan efisien.

Dari wawancara dengan MISSI diketahui belum pernah terjadi tuntutan dari pemegang saham minoritas melalui pengadilan terhadap hak-hak pemegang saham minoritas ini. Persoalan utama yang dihadapi oleh pemegang saham minoritas adalah lemahnya kekuatan mereka untuk melakukan tuntutan dan seringkali tidak seimbang dengan hasil yang diharapkan. Salah satu upaya yang baru dapat dilakukan adalah menyatukan suara mereka untuk menyampaikan aspirasi dan tuntutan-tuntutan terhadap emiten ataupun Bapepam dan BEJ.

Upaya tuntutan hukum secara bersama-sama masih terganjal dengan belum adanya aturan tentang "*Class action*" di dalam hukum acara perdata. Sebenarnya bila memperhatikan UU No.1 tahun 1995, sebenarnya sudah diatur tentang gugatan kelompok ini. Pengaturan itu dapat dilihat dari rumusan beberapa pasal yang memberikan hak kepada pemegang saham secara sendiri atau bersama-sama mengajukan gugatan atas nama perseroan. Pengaturan itu dapat dilihat dalam pasal 85 ayat (3) UU NO.1 Tahun 1995 tentang gugatan terhadap direksi atau Pasal 98 ayat (2) UU No.1 tahun 1995 tentang hak untuk menggugat komisaris. Namun

¹⁸⁶ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern, op cit.* hal.141



permasalahannya adalah apakah kalau gugatan diterima misalnya tergugat harus membayar ganti kerugian, hasilnya untuk perseroan atau untuk yang mengajukan gugatan?

Kalau dibandingkan dengan sistem hak pemegang saham di Amerika Serikat seperti yang disinggung di atas, pengaturan hak menurut UU No.1 tahun 1995 agak terdapat kerancuan, antara gugatan atas nama perseroan atau atas nama pribadi. Kalau gugatan atas nama perseroan (*derivative action*) maka hasilnya secara langsung adalah untuk perusahaan sedangkan bagi pemegang saham, hasil gugatan akan memperbaiki kinerja perusahaan dan selanjutnya akan menaikkan harga saham. Sedangkan pada *direct suit* hasil gugatan adalah langsung untuk pribadi pemegang saham.¹⁸⁷

Bila membandingkan kedua sistem ini maka hak seperti yang diatur dalam 85 ayat (3) dan pasal 98 ayat (2) UU No.1 tahun 1995 tersebut tergolong ke dalam *derivative action*, sehingga kalau gugatan berhasil adalah untuk kepentingan perusahaan. Sedangkan bila pemegang saham yang ingin memperoleh keuntungan pribadi seperti memperoleh ganti kerugian, dapat mengajukan gugatan biasa ke pengadilan melalui perbuatan melanggar hukum atau melanggar perjanjian seperti yang diatur dalam KUHPdt. Mengingat keadaan ini pengadilan perlu mengembangkan pemahaman hak ini dalam putusan-putusannya, sehingga melalui mekanisme ini proses pengajuan tuntutan akan lebih efektif dan efisien. Di samping

¹⁸⁷ Steven Emanuel, *op cit.* hal.254

itu pemegang saham minoritas akan lebih mempunyai posisi tawar yang lebih dengan emiten.

Walau bagaimanapun sebelum terjadi tuntutan-tuntutan keperdataannya sebaiknya dilakukan upaya pencegahan terutama sekali oleh emiten sehingga tidak mendatangkan kerugian baik bagi perusahaan atau pemegang saham. Di samping itu Emiten dan manajemen harus melakukan upaya-upaya preventif dalam pelaksanaan aktivitas perusahaan sehingga pertentangan kepentingan dapat dihindari

3.1.2. Perlindungan hukum publik

Perlindungan hukum yang bersifat publik dapat dibedakan atas perlindungan yang bersifat administratif dan pidana. Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dalam perusahaan publik lebih banyak dilakukan oleh Bapepam. Sesuai dengan UU No.8 Tahun 1995, Bapepam mempunyai tiga fungsi utama sesuai dengan pasal 3 ayat (1) UU No.8 tahun 1995:

“Pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan pasar Modal dilakukan oleh badan Pengawas Pasar Modal yang selanjutnya disebut Bapepam”.

Dari ketentuan tersebut terdapat tiga fungsi utama Bapepam yakni fungsi pembinaan, pengaturan dan pengawasan. Melalui keputusan Menteri Keuangan No.Kep-503/KMK.01/1997 tanggal 7 Nopember 1997, tugas dan fungsi itu diperjelas dan diperluas meliputi:

- a. menyusun peraturan di bidang Pasar Modal;
- b. menegakkan peraturan di bidang pasar modal;

- c. membina dan mengawasi pihak yang memperoleh izin usaha, persetujuan, pendaftaran dari Bapepam dan pihak lain yang bergerak di bidang Pasar Modal;
- d. menetapkan prinsip-prinsip keterbukaan bagi Emiten dan Perusahaan Publik;
- e. menyelesaikan keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Lembaga Kliring, dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian;
- f. menetapkan ketentuan akuntansi di bidang Pasar Modal;
- g. mengamankan teknis pelaksanaan tugas pokok Bapepam sesuai dengan kebijaksanaan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan dan berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku;

Dengan demikian terlihat bahwa di samping ketiga tugas pokok, Bapepam juga mempunyai tugas lainnya yang cukup luas. Dalam pelaksanaan tugas pengaturan, Bapepam telah berfungsi menjalankan fungsi "*Rules making*" yakni membuat aturan-aturan yang berlaku di bidang Pasar Modal. Hal itu telah dijalankan dengan membuat berbagai aturan yang berlaku. Di bidang pengawasan, Bapepam tidak hanya menjalankan fungsi kontrol melainkan juga fungsi *investigasi* dan *adjudicatory*. Bahkan dalam hal-hal tertentu telah berfungsi sebagai lembaga semi peradilan (*quasi judicial power*) artinya Bapepam tidak hanya bertugas dalam melakukan pemeriksaan suatu tindakan yang diduga telah melanggar hukum, namun

juga dalam batas tertentu dapat menjatuhkan sanksi tertentu, seperti sanksi administratif sekaligus mengeksekusi putusan tersebut.¹⁸⁸

Melihat tugas dan kewenangan Bapepam yang sangat luas tersebut telah menimbulkan pertanyaan, yakni bagaimana Bapepam mengelola tugas tersebut dan apakah kewenangan yang luas itu tidak sarat dengan pertentangan kepentingan dan penyelewengan. Pertentangan dapat timbul misalnya dalam pelaksanaan tugas pembinaan dengan tugas pengawasan. Apakah terhadap pihak tertentu yang sudah melakukan kesalahan akan diambil tindakan pembinaan atau penghukuman. Persoalan berikut yang muncul adalah bagaimana pengawasan terhadap tindakan Bapepam baik dalam pemeriksaan, penyidikan, penghukuman pembuatan peraturan dan sebagainya. Terhadap persoalan seperti di atas, kiranya dapat digunakan saluran hukum biasa. Misalnya bila peraturan yang di keluarkan bertentangan dengan peraturan yang lebih tinggi misalnya, dapat diajukan hak uji. Begitu juga bila sanksi yang dikenakan tidak dapat diterima seharusnya tetap dapat digunakan jalur hukum seperti ke Peradilan Tata Usaha negara (PTUN).¹⁸⁹

Dihubungkan dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, sebenarnya ketiga fungsi tersebut sangat erat kaitannya dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, karena semua akhirnya akan bermuara pada pemegang saham. Namun yang berhubungan secara langsung tentu saja adalah fungsi pengawasan. Dalam fungsi ini Bapepam melakukan

¹⁸⁸ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern, op cit*, hal.117

¹⁸⁹ Securities Exchange Commision (SEC) juga dapat dituntut dalam pelaksanaan tugasnya, Lihak Steven Emanuel, *op cit*. hal.385

pemeriksaan, penyidikan dan penindakan terhadap pihak-pihak, khususnya Emiten yang melanggar aturan hukum yang berlaku.

Pelaksanaan fungsi Bapepam dalam bidang pengaturan atau regulasi sudah berjalan dengan baik. Dalam penelitian terungkap bahwa sejak tahun 1996 Bapepam telah mengeluarkan sebanyak 130 Keputusan Bapepam dalam berbagai bidang yang terkait dengan pasar modal termasuk perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dan masalah penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Peraturan yang terkait langsung dengan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik dapat dilihat dalam tabel 12. Kep Bapepam kep-85/PM/1996 tentang Pedoman tentang Bentuk dan Isi Pernyataan Penawaran Tender. Peraturan ini berkaitan dengan penawaran tender dalam rangka akuisisi. Keputusan Bapepam Kep-52/PM/1997 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten, yang mengatur tentang persyaratan dan prosedur penggabungan dan peleburan perusahaan publik. Keputusan Bapepam Kep-04/PM/2000 tentang Pengambilalihan Perusahaan Publik. Peraturan-peraturan tersebut merupakan bentuk pengawasan dari Bapepam terhadap aktivitas perusahaan yang dapat merugikan investor publik atau pemegang saham minoritas.

Pelaksanaan fungsi pengawasan publik ini dilaksanakan oleh Bapepam dalam dua bentuk yakni:

- a) Terhadap pelanggaran administratif, Bapepam dapat memberikan sanksi administratif.

Bapepam dapat meminta keterangan dari pihak yang diduga melakukan tindakan pelanggaran, menyuruh menghentikan atau melakukan suatu tindakan, memeriksa atau membuat salinan catatan, pembukuan dan sebagainya. Dari penelitian yang diadakan fungsi Bapepam lebih banyak baru dilaksanakan dalam taraf ini. Dari tabel 6 terlihat bahwa pelanggaran yang terjadi di pasar modal cenderung terus meningkat. Dalam tahun 1996 terjadi 40 pelanggaran administratif, tahun 1997 sebanyak 28 pelanggaran, tahun 1998 sebanyak 95 pelanggaran, tahun 1999 terjadi 295 pelanggaran dan tahun 2000 sebanyak 149 pelanggaran.

Berkaitan dengan pelanggaran terhadap undang-undang Pasar Modal hanya diperoleh data untuk tahun 1999 dan 2000. Dalam tahun 1999 telah ditangani sebanyak 10 kasus dan tahun 2000 sebanyak 39 kasus (Tabel 8). Data ini memperlihatkan cukup banyaknya terjadi pelanggaran terhadap undang-undang yang terjadi di Pasar Modal sehingga membutuhkan tenaga baik itui sebagai pemeriksa atau penyidik yang handal.

Ad.b. Fungsi penyidikan

Pelaksanaan fungsi Bapepam ini dapat dilaksanakan oleh bilamana dalam pemeriksaan ditemukan bukti permulaan tentang adanya tindak pidana di bidang pasar modal, seperti yang ditentukan dalam pasal 15 PP No.46 tahun 1995. Dengan demikian bila dalam

dalam pemeriksaan ditemukan bukti permulaan bahwa tindakan yang dilakukan adalah tindak pidana di bidang pasar modal maka Bapepam dapat melanjutkan untuk melakukan penyidikan. Menurut pasal 101 UU No.8 tahun 1995. Penyidikan dilakukan oleh Pejabat Pegawai Negeri Sipil di lingkungan Bapepam yang diberi tugas khusus melakukan penyidikan tindak pidana di bidang pasar modal berdasarkan Kitab Undang-Undang Hukum Acara Pidana

Dari penelitian yang diadakan, berdasarkan laporan Bapepam dalam tahun 1999 dan 2000 sebenarnya sudah terdapat beberapa tindakan yang berindikasi pidana. Dalam tabel 9 terlihat bahwa praktek tanpa izin terjadi sebanyak 9 kasus, insider trading, manipulasi pasar 3 kasus, kasus yang berkaitan dengan perdagangan saham yang dilarang sebanyak 9 kasus perdagangan orang dalam (*insider trading*) tiga kasus dan manipulasi pasar 3 kasus.¹⁹¹

Dari kasus-kasus yang telah diperiksa itu satu kasus yakni kasus Bank Bali telah selesai disidik oleh Bapepam dan berkas perkaranya telah diserahkan ke Kejaksaan Agung dengan tuduhan Tindak pidana berupa tidak menyampaikan informasi ke Bapepam tentang adanya perjanjian pengalihan piutang ke pihak lain.¹⁹²

Berdasarkan wawancara dengan Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam diketahui bahwa Bapepam akan memeriksa setiap

¹⁹¹ Bapepam Annual Report 1999, hal, 14.

¹⁹² *Ibid*

- b) Terhadap pelanggaran peraturan perundang-undangan pasar modal baik yang berindikasi pidana atau tidak Bapepam dapat melakukan penyidikan dan selanjutnya kalau terdapat bukti-bukti yang mencukupi, Bapepam dapat menyerahkan penuntutannya melalui pengadilan pidana melalui kejaksaan dan selanjutnya diperiksa dan diputus oleh pengadilan.

Sehubungan dengan pelaksanaan tugas dan fungsi pengawasan ini dikeluarkan PP No.46 tahun 1998 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal. Dari peraturan pemerintah ini diketahui bahwa pelaksanaan fungsi pengawasan ini dilaksanakan dalam dua tahap yakni:

- a. tahap pemeriksaan
- b. tahap penyidikan.
- c. Pengenaan sanksi administratif

Ad a. Pemeriksaan adalah serangkaian kegiatan mencari, mengumpulkan dan mengolah data dan atau keterangan lain yang dilakukan oleh pemeriksa untuk membuktikan ada atau tidak adanya pelanggaran atas peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.¹⁹⁰

Dalam tahap ini kelihatannya Bapepam tidak hanya melakukan tugas investigasi melainkan juga fungsi *judicial* karena menurut pasal 1 butir 2 PP No.45 tersebut, tujuan pemeriksaan adalah untuk membuktikan ada atau tidaknya pelanggaran. Menurut pasal 100 UU No.8 tahun 1995 dengan kewenangan pemeriksa yang dimiliki

¹⁹⁰ Pasal 1 ayat (2) PP No.46 Tahun 1995

pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di Pasar Modal. Terhadap kasus yang berindikasi pidana Bapepam telah melimpahkan pemeriksaan pada kejaksaan, namun upaya ini terbentur pada kejaksaan yang sering mengembalikan berkas perkara dengan alasan kurangnya bukti.¹⁹³

Walaupun dari perumusan undang-undang diketahui bahwa dari pemeriksaan yang dilakukan oleh Bapepam dapat dilanjutkan ke tingkat penyidikan namun dalam penjelasan pasal 100 UU No.8 Tahun 1995 dinyatakan bahwa setiap tindakan penyidikan tidak harus didahului oleh pemeriksaan. Ukuran yang dipakai oleh Bapepam untuk melakukan penyidikan adalah apabila pelanggaran yang dilakukan mengakibatkan kerugian terhadap kepentingan pasar modal dan mengakibatkan kepentingan pemodal dan masyarakat.

Ad c. Di samping itu dari pemeriksaan yang diadakan, Bapepam juga mempunyai fungsi *quasi-judicial* yakni dapat memutuskan terbukti atau tidaknya pelanggaran dan menetapkan sanksi terhadap pelanggaran yang dilakukan. Dengan demikian dalam tahapan ini Bapepam tidak hanya bertugas sebagai badan pemeriksa melainkan sekaligus berfungsi memutuskan menetapkan sanksi. Dari penelitian diketahui bahwa selain memeriksa pelanggaran administratif, Bapepam juga telah menjatuhkan denda administratif terhadap mereka yang dilarang. Tabel 6 menunjukan

¹⁹³ M. Noor Rochman, Kabiro Pemeriksaan dan penyidikan Bapepam, *Wawancara Pribadi*, Jakarta, 15 Maret 2001

bahwa dalam tahun 1996 Bapepam telah menjatuhkan denda sebanyak Rp.2,1 milyar, tahun 1997 sebanyak Rp.0,3 milyar, tahun 1998 sebanyak Rp.7,3 milyar, tahun 1999 sebanyak Rp.7,96 milyar dan tahun 2000 sebanyak Rp.13,19 milyar

Data ini menunjukkan bahwa pasar modal cukup sarat dengan praktek berupa pelanggaran administratif oleh emiten atau pihak terkait lainnya. Praktek itu tidak hanya akan merugikan pihak lain seperti pemegang saham melainkan juga negara.

Bila memperhatikan pelaksanaan tugas pemeriksaan, penyidikan dan pemberian sanksi seperti sudah di singgung di atas, sebenarnya terdapat persoalan berkaitan dengan batasan antara masing-masingnya. Dalam pelaksanaan tugas tersebut terlihat Bapepam punya diskresi yang luas untuk menetapkan suatu pelanggaran sebagai pelanggaran administratif atau pidana atau melakukan pemeriksaan, penyidikan atau menghentikan penyidikan. Persoalan ini misalnya muncul saat Bapepam menghukum PT Multi Prakarsa Investama dalam kasus Bank Piko untuk menyerahkan keuntungan yang diperoleh dan membayar denda sebanyak Rp.150 juta.¹⁹⁴

Keputusan Bapepam itu mendapat tanggapan seperti dari Hasan Zein Mahmud yang mengatakan bahwa kasus tersebut sudah memenuhi unsur pidana dan dapat diajukan ke pengadilan. Namun Bapepam menyatakan bahwa Bapepam berdasarkan Pasal 100 ayat (2) UU No.8 tahun

¹⁹⁴ Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia, Retropeksi Lima tahun Swastanisasi BEJ*, Jakarta, Sinar Harapan, 1997, hal. 428

1995 berkewenangan memutuskan untuk mengajukan atau tidak mengajukan suatu perkara ke peradilan pidana.¹⁹⁵ Dalam keadaan seperti ini para pihak yang merasa dirugikan sebenarnya dapat mengajukan pra peradilan atas penetapan Bapepam tersebut.

Pelaksanaan semua fungsi Bepepam ini jelas tidak secara langsung bermanfaat bagi pemegang saham minoritas. Denda yang diterima misalnya hanya akan diperoleh oleh negara. Oleh sebab itu tepat sekali seperti apa yang diusulkan oleh Ketua MISSI, ND Murdani untuk membuat aturan mengenai jaminan ganti rugi terhadap pemegang saham yang dirugikan, khususnya kalau pelanggaran yang dilakukan bersifat kejahatan atau pidana.¹⁹⁶ Atau dapat juga dikembangkan asuransi terhadap investasi di pasar modal sebagaimana asuransi perbankan yang sudah dikenal.

Walaupun pelaksanaan tugas Bapepam dalam tahap sekarang belum secara langsung berpengaruh terhadap pemegang saham minoritas, namun pelaksanaan tugas-tugas tersebut secara konsisten dipastikan akan dapat berpengaruh banyak guna perbaikan dan perlindungan pemegang saham minoritas. Semua itu nantinya akan mengakibatkan pelaksanaan pasar modal berjalan baik, karena semua pihak yang terlibat baik itu emiten, investor, lembaga ataupun profesi penunjang yang berjalan menurut fungsi dan peran yang sebenarnya sehingga akan melahirkan pasar modal yang tertertib, adil,

¹⁹⁵ *Ibid*, hal. 436

¹⁹⁶ Majalah *Investor*, No.27, Tahun III, Desember 2000, hal.74

transparan dan efisien sebagai mana prinsip-prinsip universal yang diharapkan dalam pasar modal.

3.1.3. Perlindungan melalui Bursa Efek

Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.¹⁹⁷ Pelaksanaan jual beli saham Emiten yang sudah go publik sehari-harinya dilakukan oleh Bursa Efek, yang di Indonesia adalah BEJ dan BES. Dalam pelaksanaan fungsinya bursa tentu saja tidak hanya sekedar menjalankan fungsi penyediaan tempat pelaksanaan transaksi atau menyediakan sarana transaksi saja melainkan juga mengemban misi atau tujuan yang lebih besar yakni untuk melaksanakan perdagangan yang teratur wajar dan efisien.¹⁹⁸ Dalam upaya mencapai tujuan-tujuan tersebut Bursa Efek berkewajiban menyediakan mekanisme pendukung berupa aturan-aturan guna mengawasi kegiatan Anggota Bursa Efek.¹⁹⁹

Dengan demikian terlihat bahwa Bursa Efek juga berfungsi melaksanakan pengawasan terhadap Anggota Bursa Efek yang terdiri dari Emiten, lembaga penunjang dan profesi penunjang lainnya. Dalam melaksanakan fungsinya tersebut Bursa Efek juga mempunyai fungsi sebagai *Self regulatory body*” yakni berkewenangan mengeluarkan peraturan yang berlaku untuk anggotanya. Dalam pelaksanaan tugas itu Bapepam telah mengeluarkan Keputusan No. Kep-

¹⁹⁷ Pasal 1 butir 4 UU No.8 tahun 1995

¹⁹⁸ Pasal 7 ayat (1) UU No.8 Tahun 1995

¹⁹⁹ Pasal 7 ayat (2) UU No.8 Tahun 1995

03/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996 tentang Tata Cara Pembuatan Peraturan oleh Bursa Efek.

Dalam pelaksanaan fungsi pengawasan tersebut, Bursa Efek dapat menetapkan sanksi berupa penundaan perdagangan dan mengeluarkan dari pencatatan saham emiten tertentu yang melanggar aturan yang ditetapkan oleh Bursa. Dari penelitian diketahui bahwa dalam tahun 1996 belum ada penjatuhan delisting, dalam tahun 1997 terjadi 2 penjatuhan delisting, tahun 1998 sebanyak 15 kasus, tahun 1999 sebanyak 18 kasus dan tahun 2000 sebanyak 11 kasus (tabel 14).

Tujuan penjatuhan delisting terhadap saham suatu emiten pada dasarnya untuk menghindari kerugian terhadap pemegang saham atau investor, karena pemberian itu menunjukkan gejala bahwa perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan. Minimal hal itu akan memberi informasi kepada investor baru agar tidak menjual saham tersebut. Namun bagi pemegang saham lama, delisting, barangkali hanya dapat menghindari dari kerugian yang lebih besar, artinya yang bersangkutan dapat informasi agar tidak membeli saham yang sama.

Sebenarnya penjatuhan delisting tidak hanya akan merugikan emiten melainkan juga pemegang saham apalagi pemegang saham minoritas dengan alasan saham mereka tidak lagi likuid atau tidak dapat dipergagangkan di bursa. Jadi terlihat bahwa penjatuhan delisting di satu pihak sangat merugikan pemegang saham minoritas namun dalam keadaan yang tidak dapat dihindari menghindari kerugian yang lebih besar. Oleh sebab itu penjatuhan delisting harus benar-benar merupakan langkah terakhir yang diberikan dalam perlindungan terhadap pemegang saham

minoritas. Sebelumnya perlu dilakukan peringatan dan teguran dan semua itu harus melalui publikasi yang memadai sehingga diketahui oleh publik.

3.1.4. Perlindungan melalui Organisasi.

Meskipun investor publik di Pasar Modal dapat berasal dari institusi atau perorangan, namun salah satu karakter dari investor publik atau pemegang saham perusahaan publik di Indonesia adalah kepemilikan saham yang relatif sangat kecil. Seperti sudah dikemukakan dalam tabel 5 kepemilikan rata-rata saham publik adalah di bawah 31,75% dari total saham emiten. Keadaan yang demikian mengakibatkan secara perorangan pemegang saham minoritas tidak akan mempunyai posisi tawar yang baik dengan emiten. Oleh sebab itu mereka perlu menyatukan kekuatan mereka dalam suatu organisasi yang terbina dengan baik.

Di Indonesia, investor publik sudah mempelopori sebuah wadah untuk menyatukan dan memperjuangkan aspirasi dan kepentingan investor publik. Organisasi ini adalah MISSI (Massyarakat Investor Sekuritas Indonesia). Walaupun organisasi ini relatif baru dan baru didirikan tahun 1999, organisasi ini sudah mulai melakukan aktivitas-aktivitas mereka.²⁰⁰

Dalam anggran dasar organisasi ini dinyatakan bahwa MISSI adalah wadah tempat berhimpun investor efek di Bursa Indonesia yang bertujuan untuk mengakomodasikan segala keluhan, saran dan harapan investor kepada pihak-pihak yang terkait langsung di pasar modal, dengan cara yang terkordinasi melalui upaya yang benar, sesuai dengan aturan main dan hukum yang berlaku di pasar modal

²⁰⁰ Menurut Sekum MISSI, organisasi ini menggantikan Jakarta Investor Club (JIC) yang terkesan elitis.

Indonesia. MISSI juga mengupayakan untuk menyadarkan investor /calon investor akan hak dan kewajiban mereka, memperjuangkan tegaknya hak dan hak-hak lain yang belum diperoleh.

Dalam usianya baru dua tahun organisasi ini sudah melakukan berbagai aktivitas baik yang ditujukan terhadap intern, atau eksteren. Secara eksteren kegiatan telah dilakukan seperti "*Company visit*" atau kunjungan terhadap suatu perusahaan untuk melihat secara nyata kegiatan dan aktivitas perusahaan, melakukan usulan ke Bapepam seperti larangan *right issue* dengan nilai nominal yang berbeda, melaporkan pelanggaran-pelanggaran yang terjadi ke Bapepam dan instansi terkait dan melakukan tuntutan terhadap Emiten.

Dari aktivitas yang telah dilaksanakan dapat disimpulkan bahwa lembaga ini secara organisatoris telah berupaya memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Namun tentu saja diharapkan organisasi ini dapat melakukan aktivitas yang lebih terfokus yakni:

- a. Menjadikan lembaga ini sebagai perwakilan investor publik atau pemegang saham minoritas dalam melakukan tuntutan terhadap mereka seperti melakukan *class action*.
- b. Mengupayakan terbentuknya sebuah badan yang melakukan pengawasan terhadap aktivitas di pasar modal selain Bapepam yang bertujuan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas, atau seperti apa yang disebut dengan "*market watch*".

- c. Sebagai wadah penyalur aspirasi untuk mempengaruhi kebijakan publik untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas seperti pengajuan usulan ke DPR, Bapepam dan BEJ.
- d. Melakukan advokasi terhadap hak-hak pemegang saham minoritas yang dirugikan.

Walaupun diharapkan MISSI mempunyai fungsi yang lebih luas dalam perlindungan pemegang saham minoritas, namun tentu saja diharapkan pelaksanaan fungsi itu tidak dalam posisi berhadapan dengan emiten melainkan sebagai mitra dalam mengupayakan perbaikan dan perlindungan hak dan kepentingan kedua belah pihak.

3.2. Upaya Penyelesaian Pertentangan Kepentingan.

Sebelum membahas upaya penyelesaian yang ditempuh dalam menyelesaikan pertentangan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas perlu kiranya ditinjau kedudukan pemegang saham minoritas dalam tiga rencana penggabungan yang sudah dikemukakan dalam hasil penelitian.

Untuk Bank Bank Danamon rencana itu telah mendapat izin dari Bank Indonesia dan terakhir telah mendapat pernyataan efektif oleh Bapepam Pada tanggal 15 Mei 2000. Penggabungan antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk. dengan PT Nityasa Mandiri Tbk, juga telah mendapat pernyataan efektif dari Bapepam tanggal 7 Nopember 2000. Dan Penggabungan antara PT Baligraha Medikatama Tbk. dengan PT Siloam Gleneagles Health Care Tbk. juga telah mendapat pernyataan efektif dari Bapepam tanggal 15 Maret 2000.

Berdasarkan persetujuan, izin atau pernyataan efektif dari pihak yang berwenang dapat dipastikan bahwa prosedur dan tata cara yang ditempuh sudah memenuhi aturan yang ditetapkan undang-undang termasuk di dalamnya pengaturan tentang kepentingan pemegang saham minoritas. Dari wawancara dengan Kasubdi PT Terbuka Departemen Kehakiman dan Hak Asasi Manusia dan Biro Hukum Bapepam, diketahui bahwa sebelum persetujuan penggabungan dan pernyataan efektif dikeluarkan, terlebih dahulu dilakukan pemeriksaan administrasi dan dokumen. Kalau syarat-syarat tidak dipenuhi maka pihaknya akan meminta emiten yang bersangkutan untuk melengkapinya. Kalau emiten sudah memenuhi persyaratan yang ditetapkan maka baru persetujuan atau pernyataan efektif diberikan. Dengan demikian prosedur dan persyaratan yang ada merupakan salah satu saringan, agar perbuatan yang dilakukan tidak merugikan pihak-pihak terkait.²⁰¹

Namun permasalahan yang perlu dibahas lebih lanjut adalah apakah perbuatan yang dilakukan benar-benar telah mengakomodir kepentingan pemegang saham. Untuk itu perlu dibahas rancangan yang diajukan serta hal-hal yang diatur di dalamnya berkaitan dengan pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas.

Dari ketiga dokumen yang diteliti diketahui bahwa ketiganya sudah mengatur hal-hal yang berkaitan dengan saham dan pemegang saham. Berkaitan dengan saham, Penggabungan antara PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk. dengan PT Nityasa Mandiri dan PT Baligraha Medikatama Tbk. dengan PT Siloam Gleneagles

²⁰¹ Wawancara dengan Kadir Agus Rahardjo, Kasubdi PT Terbuka Departemen Kehakiman dan Hak Asasi Manusia, tanggal 15 maret 2001

Health Care Tbk. menggunakan tata cara konversi saham. Dengan tata cara ini tidak ada persoalan dalam pengalihan saham, karena saham perusahaan yang bergabung menjadi pemegang saham pada perusahaan hasil penggabungan. Walaupun demikian hal itu tentu tidak akan merugikan pemegang saham minoritas. Untuk itu harus dilihat terlebih dahulu nilai pasar waktu itu. Berkaitan dengan upaya penyelesaian dalam rancangan penggabungan ditetapkan bahwa pemegang saham yang keberatan terhadap rencana tersebut dapat menggunakan haknya sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Dari klausul yang demikian terlihat bahwa pengaturan hak pemegang saham minoritas masih bersifat umum dan normatif, belum diatur secara rinci dan teknis, baik tentang jumlah pembelian oleh perusahaan, pihak lain yang akan membeli serta harga yang ditawarkan.

Penggabungan Bank Danamon dengan delapan bank lainnya menggunakan sistem konversi saham serta mengatur tentang penyelesaian hak pemegang saham minoritas. Konversi saham dilakukan dengan menukar saham perusahaan yang digabungkan dengan perusahaan Bank Danamon dengan ketentuan terhadap saham kualifikasi A ditetapkan dengan harga Rp.500 dan saham kualifikasi B Rp.5,-. Disamping itu terhadap pemegang satu saham lama dapat membeli dua saham hasil penggabungan.

Berkaitan dengan Perlindungan hak pemegang saham dibuat aturan sebagai berikut:

- a. Pemegang saham yang tidak setuju dengan rencana penggabungan dapat menjual sahamnya dengan harga yang wajar sesuai dengan harga yang ditetapkan oleh penilai independen

- b. Perusahaan hasil penggabungan akan membeli saham pemegang saham yang akan menjual sahamnya dengan harga yang ditetapkan oleh penilai independen sepanjang jumlah yang dibolehkan oleh undang-undang.²⁰² Bila jumlah saham yang akan dijual masih berlebih, maka perusahaan hasil penggabungan akan mengupayakan pihak ketiga lainnya untuk membeli sisanya.
- c. Bila pemegang saham tidak setuju dengan harga yang ditetapkan dapat menjual sahamnya sesuai dengan harga yang berlaku di bursa.
- d. Bagi pemegang saham yang tidak setuju dengan rencana ini dapat menuntut haknya sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Dari dua metode yang digunakan diatas terlihat bahwa penggabungan yang dilakukan oleh Bank Danamon lebih mengakomodir kepentingan pemegang saham minoritas, seperti janji akan membeli dan mencarikan pihak ketiga untuk membeli. Rencana ini juga sudah menggunakan jasa penilai independen dalam menetapkan harga saham dari saham pemegang saham minoritas yang akan menjual sahamnya, namun sesuai dengan prinsip transparansi hendaknya dalam rancangan tersebut juga disebutkan dengan jelas harga saham yang ditawarkan akan dibeli oleh perusahaan hasil penggabungan, karena dengan demikian pemegang saham yang bersangkutan dapat dengan cepat menentukan keputusannya.

Mengingat tujuan ideal dari penggabungan, peleburan dan pengambilalihan adalah untuk mengupayakan perbaikan terhadap kinerja perusahaan maka

²⁰² Menurut Pasal 30 UU No.1 Tahun 1995 perseroan hanya dapat membeli 10% saham dari jumlah modal yang ditempatkan.

seharusnya tidak terdapat pertentangan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Namun dalam kenyataannya biasanya ada suatu pandang yang berbeda yang juga menimbulkan perbedaan pendapat. Untuk itu perlu diupayakan berbagai langkah penyelesaian pertentangan kepentingan yang ada. Dari penelitian diketahui bahwa terdapat dua jalur penyelesaian yang ditempuh yakni melalui jalur hukum atau pengadilan dan di luar jalur hukum atau pengadilan.

3.2.1. Penyelesaian Melalui Jalur Hukum atau Pengadilan.

Bila pemegang saham minoritas tidak dapat menerima rencana penggabungan, peleburan dan pengambilalihan akan dilakukan, pihak yang bersangkutan dapat menempuh jalur hukum. Dalam pelaksanaan upaya ini sebenarnya terdapat dua tahapan.

a. Mengajukan keberatan terhadap rencana yang diajukan tersebut dalam RUPS.

Terhadap keberatan ini pemegang saham minoritas tentu saja akan kesulitan, karena jumlah suara mereka dalam RUPS akan kalah. Di samping itu biasanya anggaran dasar perseroan juga mengatur mekanisme pengajuan usul atau keberatan, yakni biasanya harus diajukan sedikitnya mewakili 1/10 pemegang saham. Menurut pasal 4 PP No.27 tahun 1998 dan pasal 6 PP No.27 tahun 1999 pengajuan keberatan dari pemegang saham minoritas tidak menghentikan proses yang berjalan. Hal ini bertujuan untuk menghindari terjadinya diktator minoritas. Namun untuk perusahaan publik pemegang saham minoritas atau independen dapat mengajukan keberatan ke Bapepam. Terhadap keberatan tersebut kalau Bapepam menyetujui, maka Bapepam

dapat mewajibkan Emiten untuk meminta persetujuan dari pemegang saham independen ini sebelumnya. Kalau persetujuan tidak diperoleh maka rencana tersebut tidak diterima oleh Bapepan.

b. Bila rencana penggabungan, peleburan dan pengambilalihan sudah disetujui oleh RUPS dan sudah dapat persetujuan/ pengesahan dari lembaga yang berwenang, maka pemegang saham yang tidak setuju hanya dapat mengajukan tuntutan perdata dalam bentuk:

i. mengajukan tuntutan terhadap perusahaan, direksi atau komisari, karena tindakan tersebut telah merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Bila pemegang saham akan menempuh alternatif ini maka akan dibutuhkan prosedur yang panjang dan membutuhkan waktu, biaya dan tenaga, karena perkaranya berkaitan dengan perbuatan melawan hukum yang membutuhkan pembuktian yang sulit.

ii. Alternatif berikutnya adalah kalau pemegang saham minoritas tidak dapat menempuh alternatif pertama maka dia terpaksa menerima rencana penggabungan namun dengan meminta perusahaan untuk membeli sahamnya dengan harga yang wajar. Permasalahan berikutnya timbul kalau kalau harga yang diajukan tidak disepakati. Alternatif yang tersedia bagi pemegang saham adalah untuk menerima harga yang ditawarkan atau menjual saham dengan harga yang berlaku di pasar. Namun demikian pertentangan mengenai harga ini sebenarnya pemegang saham minoritas yang tidak setuju dengan harga yang ditawarkan oleh perusahaan, maka yang bersangkutan dapat mengajukan

tuntutan ke pengadilan untuk menetapkan harga yang wajar. Inilah yang disebut dengan *appraisal right*. Kelihatannya di Indonesia hak ini masih diartikan sebagai hak untuk menjual saham kepada perusahaan dengan harga yang wajar. Namun di negara lain pengertian tersebut lebih diartikan kepada hak untuk mengajukan tuntutan ke pengadilan untuk menetapkan harga yang wajar.²⁰³

Mengingat di Indonesia belum ada aturan tentang pelaksanaan hak ini seharusnya pengadilan perdata sesuai dengan asas tidak boleh menolak perkara yang diajukan berani untuk menerima tuntutan tersebut dan berupaya melakukan penemuan hukum untuk memeriksa dan mengadili kasus tersebut kalau samapi diajukan ke pengadilan.

Mekanisme yang dipakai oleh emiten dalam menetapkan harga yang wajar adalah melalui penetapan yang ditetapkan oleh penilai independen. Permasalahannya adalah bagaimana kalau nilai yang ditetapkan oleh penilai independen itu tidak diterima oleh pemegang saham minoritas. Oleh sebab itu mekanisme yang paling akhir yang dapat ditempuh adalah melalui pengadilan dan putusan pengadilan tentu saja diharapkan dapat memberikan keadilan kepada pemegang saham minoritas. Untuk menghindari proses peradilan yang penjang seharusnya terdapat suatu peradilan khusus atau dengan memanfaatkan peradilan

²⁰³ *Appraisal right* memberi hak kepada pemegang saham yang tidak puas atas tindakan perseroan untuk menjual sahamnya dengan harga yang ditentukan oleh pengadilan sebagai harga yang adil. Hak ini merupakan perlindungan bagi pemegang saham minoritas terhadap paksaan untuk menjadi pemegang saham perusahaan yang tidak diinginya dan terhadap bentuk perlakuan tidak adil lainnya. Steven Emanuel, *op cit.* hal.328

niaga untuk menyelesaikan sengketa di bidang ini yang membutuhkan penanganan yang cepat.

Dari penelitian yang dilakukan di MISSI diketahui bahwa penyelesaian melalui jalur pengadilan ini masih belum banyak dilakukan. Alasan utama yang dikemukakan adalah penyelesaian melalui jalur ini tidak efektif dan efisien, karena proses pengadilan membutuhkan waktu dan biaya yang besar. Namun menurut MISSI alasan utama adalah masih belum tingginya kesadaran investro akan hak dan kewajibannya, serta belum tingginya pemahaman akan hak-hak mereka. Oleh karena itu MISSI dapat menjadi wadah peningkatan kesadaran dan pemahaman tersebut.

3.2.2. Penyelesaian di luar pengadilan.

Tindakan yang paling efektif dan efisien yang harus dilakukan oleh para pihak adalah melakukan tindakan preventif yakni dengan memenuhi segala ketentuan yang ditetapkan dalam undang-undang. Beberapa langkah persiapan yang dapat dilakukan adalah dengan:

a. Perencanaan yang matang

Rencana yang diambil harus benar-benar dilakukan untuk kebaikan perusahaan dan menguntungkan perusahaan seperti dalam perluasan pasar, kelancaran produksi dan sebagainya tentu rencana itu akan mendapat dukungan yang luas dari pemegang saham.

b. Sosialisasi dan komunikasi rencana

Meskipun rencana penggabungan, peleburan dan pengambilalihan mempunyai prospek yang menguntungkan perusahaan namun bila rencan itu

tidak dikomunikasikan dengan baik, tentu pemegang saham tidak akan memahaminya dan tidak mudah untuk mendapat dukungan dalam RUPS.

- c. Upaya yang maksimal dari manajemen untuk meyakinkan pemegang saham dalam RUPS agar rencana yang diajukan disetujui. Melalui RUPS inilah hendaknya rencana dan prospek yang diharapkan disampaikan kepada semua pemegang saham.

Semua langkah-langkah di atas sebenarnya menuntut adanya *Good Corporate Governance* dari emiten.²⁰⁴ Bila suatu perusahaan sudah mempunyai hal tersebut, maka setiap langkah dan kebijakan tentu akan diambil secara profesional, dan transparan. Dalam keadaan demikian setiap kebijakan perusahaan tentu akan didukung oleh pemegang saham.

Walaupun sebuah rencana penggabungan peleburan atau pengambilalihan telah dirancang dengan baik serta mempunyai prospek yang menguntungkan, namun tetap ada kemungkinan pemegang saham yang tidak menyetujuinya. Bila hal ini terjadi upaya pertama yang dilakukan tentu adalah upaya penyelesaian antara kedua belah pihak yakni antara emiten dengan pemegang saham minoritas. Dari penelitian diketahui bahwa jalur ini sebenarnya lebih efektif digunakan dalam penyelesaian pertentangan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

²⁰⁴ *Good Corporate Governance* adalah prinsip korporasi yang sehat yang perlu diterapkan dalam pengelolaan perusahaan yang dilaksanakan semat-mata demi menjaga kepentingan perusahaan dalam rangka mencapai maksud dan tujuan perusahaan. Prinsip *Good Corporate Governance* adalah transparansi, kemandirian dan akuntabilitas. (Pasal 2 Kepmen No.2. Kep.23/M-PM.PBUMN/2000)

Namun pelaksanaannya juga masih mempunyai hambatan, karena bila upaya ini dilakukan secara individual hasilnya juga tidak baik, karena emiten cenderung untuk mengabaikan upaya perseorangan. Untuk itulah MISSI berupaya menyalurkan aspirasi dan mencari penyelesaian. Penyelesaian dapat dilakukan langsung dengan mengadakan perundingan dengan emiten. Bila upaya ini tidak membuahkan hasil maka dapat dilakukan dengan melibatkan Bapepam. Bagitu juga pemegang saham minoritas yang tidak dapat menerima rencana penggabungan dapat menyampaikan kepada Bapepam akan keberatannya. Melalui mekanisme ini dapat dicari upaya yang menguntungkan kedua belah pihak.

Bilamana upaya kompromi tetang rencana Penggabungan, peleburan dan pengambilalihan juga tidak dapat dicapai, pada hal menurut undang-undang keberatan dari sebagian pemegang saham tidak dapat membatalkan rencana merger, maka upaya terakhir adalah upaya agar pemegang saham minoritas dapat menjual sahamnya dengan harga yang wajar. Bila upaya penyelesaian juga tidak dapat dicapai maka upaya terakhir tentu saja harus melalui pengadilan sehingga diharapkan dapat dicapai putusan yang adil bagi kedua belah pihak.

BAB IV.

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan uraian dan pembahasan terhadap persoalan-persoalan yang dilakukan sebelumnya, maka dapat dikemukakan kesimpulan sebagai berikut:

1. a. Secara ekonomis pemegang saham minoritas mempunyai kedudukan yang sangat penting dalam perekonomian baik secara makro ataupun mikro. Secara makro pemegang saham minoritas melalui investasi di bursa efek telah menjadi alternatif pembiayaan pembangunan di samping investasi melalui PMA secara langsung. Investasi oleh saham minoritas melalui pasar modal dapat membuka kesempatan kerja baik melalui pengembangan yang dilakukan oleh perusahaan maupun melalui berbagai pembukaan kesempatan lapangan kerja melalui lembaga dan profesi penunjang. Dengan semakin banyaknya investasi pemegang saham minoritas maka semakin besar kesempatan untuk terbilat dalam dunia usaha sekaligus pemeratakan hasil usaha.

Secara mikro pemegang saham minoritas telah menjadi sumber pembiayaan alternatif bagi perusahaan dalam pengembangan usaha, karena dapat menyediakan dana yang murah bagi dunia usaha, sementara sumber dana lainnya seperti pinjaman bank ataupun melalui mekanisme surat berharga dapat membebani perusahaan. Perolehan dana melalui *Initial Public Ofering* (penawaran saham perdana) atau melalui pengeluaran saham

baru (*right issue*) selalu memperlihatkan kecenderungan peningkatan dan sangat membantu perusahaan dalam penyediaan dana.

- b. Kepemilikan saham oleh investor publik masih rendah (rata-rata 31,75%) mengakibatkan pemegang saham pendiri sangat dominan dalam pengelolaan kebijakan perusahaan sehingga membuka peluang bagi tindakan yang kurang memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam praktek cukup banyak terjadi pelanggaran-pelanggaran baik yang dilakukan oleh emiten ataupun lembaga atau profesi penunjang lainnya, sehingga sangat merugikan kepentingan investor publik atau pemegang saham minoritas, baik itu pelanggaran administratif ataupun pelanggaran hak pemegang saham lainnya.
2. Secara umum undang-undang sudah mengatur perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik. Perlindungan hak terhadap pemegang saham minoritas itu terdapat dalam:
 - a. Hukum perusahaan, khususnya UU No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas, serta peraturan pelaksana lainnya.
 - b. Hukum Pasar Modal, khususnya dalam UU No.8 Tahun 1985 tentang Pasar Modal, serta peraturan pelaksanaanya
 - c. Hukum perbankan, khususnya UU No.7 Tahun 1992 jo UU No.10 Tahun 1998 tentang Perbankan serta peraturan pelaksanaanya.

Secara terminologis belum terdapat sinkronisasi antara berbagai peraturan yang ada. Beberapa hak dan aturan lain yang sangat penting belum terdapat dalam peraturan perundang undangan seperti aturan tentang “proxy”, mekanisme pembelian saham dengan harga yang wajar.

3. Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik dapat dibedakan atas:
 - a. Perlindungan dalam bidang hukum keperdataan dengan pemberian hak-hak tertentu kepada pemegang saham minoritas seperti terdapat dalam UU No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas, dalam UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ataupun yang diatur dalam Kitab Undang-Undang Hukum Perdata dengan dasar melawan hukum atau inkar janji.
 - b. Perlindungan melalui hukum publik baik itu menetapkan aturan dan sanksi administratif ataupun pidana, seperti yang diatur dalam Undang-Undang No.8 tahun 1998 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya.
 - c. Perlindungan melalui bursa efek sebagai *self regulatory body* yang berupaya untuk menciptakan mekanisme perdagangan di bursa yang adil, efisien dan transparan.
 - d. Perlindungan melalui organisasi pemegang saham minoritas yang bertindak sebagai investor publik di Pasar modal

Bilamana terjadi pertentangan kepentingan antara pemegang saham minoritas dan mayoritas, dapat ditempuh mekanisme penyelesaian melalui pengadilan atau luar pengadilan. Mekanisme melalui pengadilan belum banyak digunakan karena

pemahaman pemegang saham akan hak dan dan kurang efisiennya mekanisme itu. Penyelesaian yang ditempuh masih banyak melalui upaya pemberian laporan kepada instansi terkait serta melalui perundingan antara berbagai pihak yang berkepentingan.

B. Saran

1. Mengingat pentingnya kedudukan pemegang saham minoritas baik secara makro atau mikro, maka harus tetap diupayakan perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas, dengan menciptakan perdagangan yang adil, transparan dan efisien, sehingga dapat menjadi daya tarik bagi masyarakat untuk menginvestasikan dananya melalui perusahaan dengan membeli saham perusahaan publik. Dengan demikian potensi ekonomis yang dimiliki pemegang saham minoritas dapat dimanfaatkan semaksimal mungkin baik secara makro atau mikro. Juga perlu perbaikan aturan tentang persyaratan tata cara go publik sehingga perusahaan publik benar-benar dalam kondisi yang baik sehingga menguntungkan bagi pembeli sahamnya.

Mengingat masih terdapatnya banyak penyimpangan dan pelanggaran dalam aktivitas pasar modal maka harus diupayakan aturan dan penerapan hukum yang konsisten sehingga dapat mengurangi terjadinya berbagai pelanggaran sebagai di pasar modal khususnya dalam mengontrol tindakan emiten dalam upaya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas.

2. Emiten hendaknya menghormati dan memenuhi hak-hak pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas dengan pelaksanaan prinsip *good corporate governance*.

Perlu diupayakan agar emiten menjual lebih banyak sahamnya kepada publik, sehingga pengendalian perusahaan benar-benar ditentukan melalui mekanisme pasar. Di samping itu juga perlu dibuat aturan tentang proxy yang memungkinkan pemegang saham minoritas untuk menyalurkan aspirasinya kepada pihak yang dianggap dapat mengembangkan perusahaan.

Karena hak untuk menjual saham dengan harga yang wajar sangat penting dalam perlindungan terhadap pemegang saham minoritas khususnya dalam penggabungan, peleburan dan pengambilalihan perusahaan publik, maka seharusnya terdapat pengaturan lebih lanjut tentang pelaksanaan hak ini.

3. Perlu adanya mekanisme hukum untuk penyelesaian pertentangan kepentingan pemegang saham minoritas dan mayoritas secara efektif dan efisien melalui peradilan khusus, karena aktivitas bisnis membutuhkan penyelesaian yang cepat sedangkan mekanisme peradilan yang ada dirasakan kurang efektif dan efisien. Upaya ini dapat dilaksanakan dengan memperluas Peradilan Niaga yang sudah ada.

Disamping mengupayakan suatu peradilan yang benar-benar mendukung aktivitas bisnis di pasar modal perlu diupayakan mekanisme penyelesaian di luar pengadilan baik melalui proses mediasi atau melalui penyelesaian alternatif, karena disamping lebih efektif dan efisien, penyelesaian

dengan jalur ini dapat mengurangi dampak negatif terhadap perusahaan yang dapat timbul dari publikasi selama persidangan di pengadilan.

Perlu diupayakan peningkatan kesadaran dan pemahaman hak-hak yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas sehingga dapat selalu melakukan kontrol terhadap emiten dalam aktivitas perusahaan. Perlu juga diupayakan peningkatan kebersamaan dan koordinasi antara pemegang saham minoritas melalui organisasi yang ada sehingga dapat melakukan kontrol secara bersama, tuntutan serta penyampaian aspirasi secara bersama sehingga lebih mempunyai dampak positif baik bagi perlindungan hak mereka ataupun perbaikan kinerja perusahaan.

Perlu adanya upaya agar perlindungan melalui penerapan sanksi administratif dan pidana dapat dilaksanakan secara maksimal sehingga dapat mengurangi terjadinya berbagai pelanggaran di pasar modal dan terciptanya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Semua itu membutuhkan peningkatan keterampilan dan koordinasi yang baik di antara sesama penegak hukum.

DAFTAR BACAAN

I. Buku

- Ali, Chaidir., *Badan Hukum*, Bandung, Alumni, 1991
- Alkostar, Artidjo., *Pembangunan Hukum dalam Perspektif Hukum Nasional*, Jakarta, Rajawali, 1986
- Anoraga, Panji., Widiyanti, Ninik. *Pasar Modal, Keberadaannya dan Manfaatnya*, Jakarta, Rhineka Cipta, 1996
- Arikunto, Suharsini., *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*, Jakarta, Rineka Cipta, 1993
- Badrulzaman Mariam Darus, *Aneka Hukum Bisnis*, Bandung, Alumni, 1994
- Bengston, Ann McDough., *Manajemen Merger dan Akuisisi*, Jakarta, PPM, 1994
- Black, Hendry Campbell, *Black's Law Dictionary, Fifth Editions* St. Paul Minn, West Publishing Co. 1985
- Chopper, Jesse H., *Cases and Materials on Corporations*, Boston, Little Brown and Company, 1995
- Departemen Pendidikan dan Kebudayaan, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Jakarta, Balai Pustaka, 1995
- Erawati, Elly., Badudu, JS. *Kamus Hukum Ekonomi*, Jakarta, Elips Project, 1997
- Faisal, Sanapiah. *Penelitian Kualitatif Dasar-Dasar dan Aplikasi*, Malang, YA3, 1990
- Fuady, Munir. *Hukum Tentang Mereger*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
- _____, *Hukum Perbankan Moderen*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
- _____, *Pembiayaan Perusahaan Masa Kini (Tinjauan Hukum Bisnis)*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1997
- _____, *Hukum Bisnis dalam Teori dan Praktek Buku I*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996
- _____, *Hukum Bisnis dalam Teori dan Praktek Buku II*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996
- _____, *Hukum Bisnis dalam Teori dan Praktek, Buku III*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996
- _____, *Pasar Modal Moderen (Tinjauan Hukum)*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1996
- Gautama, Sudargo. *Komentor Atas Undang-Undang Perseroan yang Baru (1995) No.1 Perbandingan Dengan Peraturan Lama*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995
- Gie, Kwik Kian. *Praktek Bisnis dan Orientasi Ekonomi Indonesia*, Jakarta, Gramedia Pustaka Utama, 1999
- _____, *Ekonomi Indonesia dalam Krisis dan Transisi Politik*, Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 1999
- _____, *Gonjang-Ganjing Ekonomi Indonesia*, Jakarta, Gramedia, 1998
- Gysimar, Najib A., *Insider Trading dalam Transaksi Efek*, Bandung, Alumni, 1999
- Hamilton, R.W. *Corporation Including Partnership and Limited Partnership, Cases and Materials*, St. Paul, Minn, 1994

- Harahap, M Yahya. *Beberapa Sistem Peradilan dan Penyelesaian Sengketa*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1997
- Hartono, Sri Redjeki, *Kapita Selekta Hukum Perusahaan*, Bandung, Mandar maju, 2000
- Hartono, C.F.G.Sunaryati. *Penelitian Hukum di Indonesia Pada Akhir Abad Ke-20*, Bandung, Alumni, 1994
- Head, Jhon W. *Pengantar Umum Hukum Ekonomi*, Jakarta, Elips-Project, 1997
- Hopt, KlausJ, *European Merger Control, Legal and Economic Analyses on Multinational Enterprises*, Berlin, Walter de Gruyter, 1982
- Huijbers, Theo. *Filsafat Hukum*, Yogyakarta, Kanisius, 1991
- Isdijoso, Brahmantio. et. al., *Peluang dan Tantangan Pasar Modal Indonesia Menghadapi Era Perdagangan Bebas*, Rineka Cipta, Jakarta, 1998
- Kansil, C.S.T., *Hukum Perusahaan Indonesia*, Jakarta, Pradnya Paramita, 1995
- Khairandy, Ridwan. Et al. *Pengantar Hukum Dagang Indonesia*, Yogyakarta, Gama Mandiri, 1999
- Koetin, E.A., *Analisis Pasar Modal*, Jakarta, Sinar Harapan, 1993
- Komaruddin, *Ensiklopedia Manajemen*, Jakarta. Bumi Aksara, 1994
- Korten, David C, *When Corporation Ruled the World*, Jakrta, Profesional Books, 1997
- McDermott, Richard T Mc. *Legal Aspect of Corporate Finance*, New York, New York University Press, 1995
- Mertokusumo, Sudikno, *Mengenal Hukum Sebagai Suatu Pengantar*, Jakarta Liberty, 1999
- Moleong, Lexi J. *Metode Penelitian Kualitatif*, Bandung, Tarsito, 1994
- Moye, John E. *The Law of Business Organizations*, New York, West Publishing Company, 1994
- Muhammad, Abdul Kadir, *Hukum Perusahaan Indonesia*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1999
- _____, *Hukum Perseroan Indonesia*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995
- _____, *Hukum Dagang Surat Berharga*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1993
- Nasution, S., *Metode Penelitian Naturalistik Kualitatif*, Bandung, Tarsito, 1996
- Nazaruddin, M. Irsan, *Peranan Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi*, Bahan Pencakokan Dosen Hukum Ekonomi, Universitas Indonesia, Jakarta, 1995
- Noeng, Muhajir. *Metodologi Penelitian Kualitatif*, Bandung, Remaj Rosda Karya, 1990
- Ohamae, Kenichi, *The End of The Nation State*, New York, The Free Press, 1995
- Oliver Mc., Marshal, Enid A., *Company Law*, The M&E Handbooeck Series, London, 1995
- Pakpahan, Normin, S., *Hukum Perusahan Indonesia, Tinjauan Terhadap Unadang-Undang No.1 tahun 1995*, Jakarta, Elips- Project, 1995
- Prasetya, Rudy., *Kedudukan Mandiri Perseoran Terbatas*, Bandung, Citra Aditya Bakti, 1995
- Prasetyo, Tony A., *Kebijakan Ekonomi Publik di Indonesia*, Jakarta, Gramedia, 1994
- Purba, Radik., *Mengenal Praktek Bisnis*, No.6, Jakarta, PPM, 1993
- Purwosutjipto, HMN. *Pokok-Pokok Hukum Dagang, Jilid I*, Jakarta, Djambatan, 1995

- _____, *Pengertian Pokok Hukum Dagang Bentuk-Bentuk Perusahaan*, Jakarta, Djambatan, 1991
- Radjagukguk, Erman., *Indonesianisasi Saham*, Jakarta Bina Aksara, 1995
- Rahardjo, Satjipto. *Ilmu Hukum*, Bandung, Alumni, 1986
- _____, *Beberapa Pemikiran tentang Hubungan Antardisiplin dalam Pembangunan Hukum Nasional*, Bandung, Sinar Baru, 1985
- _____, *Hukum Masyarakat dan Pembangunan*, Bandung, Alumni 1983
- _____, *Hukum dalam Perspektif Sosial*, Bandung, Alumni, 1981
- Ratner, David L. *Securities Regulation*, St. Paul, Minn, West Publishing Co, 1992
- Ridho, Ali. *Hukum Dagang tentang Surat Berharga, Perseroan, Firma, Perseroan Komanditer*, Bandung, Alumni, 1944
- _____, *Hukum Dagang tentang Prinsip-Prinsip dan Fungsi Asuransi dalam Lembaga Keuangan, Pasar Modal, Lembaga Pembiayaan, Modal Ventura dan Asuransi Haji*, Bandung, Alumni, 1992
- Rusli, Hardijan., *Perseroan Terbatas dan Aspek Hukumnya*, Jakarta, Sinar Harapan, 1996
- Safitri, Indra. *Catan Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Go Global Book, 1997
- Seligman, Joel., *Corporation, Cases and Materials*, Boston, Little Brown and Company, 1992
- Salomon, Lewis D., dan Palmiter, Alan R., *Corporation Examples and Explanation*, Little Brown Co, Boston, 1994
- Sardjono, Mira W., *Pedoman Pembuatan Usul Penelitian*, Yogyakarta, UGM, 1989
- Satrio, J. *Hukum Perikatan, Perikatan Pada Umumnya*, Bandung, Alumni, 1993
- Setiawan, *Masalah Hukum dan Hukum Perdata*, Bandung, Alumni, 1992
- Sidharta, Bernard Arief, *Refleksi tentang Ilmu Hukum*, Bandung, Mandar maju, 2000
- Simandjuntak, Emmy Pangaribuan, *Perusahaan Kelompok (Company/Concern)*, Yogyakarta, UGM, 1994
- _____, *Hukum Dagang Surat Berharga*, Yogyakarta, UGM, 1985
- Situmorang, Ricard B., *Aspek Hukum dalam Bisnis*, Jakarta, Rineka Cipta 1996
- Sjahrir, *Tinjauan Pasar Modal*, Jakarta, Gramedia Pustaka Utama, 1995
- Sjahrani, Ridwan. Et al. *Pengantar Hukum Dagang*, Yogyakarta, Gama Media UII, 1995
- Soderquist, Larry D., Sommer, AA Jr. *Corporations, Cases, Materials, Problems*, Virginia, The Michie Company Law Publisher, 1992
- _____, *Understanding Corporation Law*, New York, Date Publication, 1990
- Soemitro, Ronny Hanitijo, *Metode Penelitian Hukum dan Yurimetri*, Jakarta, Ghalia Indonesia, 1994
- _____, *Beberapa Masalah dalam Studi Hukum dan Masyarakat*, Bandung, Remaja Karya, 1985
- Soekanto, Soerjono, *Pengantar Penelitian Hukum*, Jakarta, UI-Press, 1986
- _____, Mamudji, Sri. *Penelitian Hukum Normatif*, Jakarta, Rajawali, 1985
- Soekardono, R. *Hukum Dagang Indonesia I*, Jakarta, Dian Rakyat, 1983
- Soemitro, R. *Hukum Perseroan Terbatas, Yayasan dan Wakaf*, Bandung, Eresco, 1993

- _____, *Penuntun PT dengan Undang-Undang Pajak Perseroan*, Bandung, Eresco, 1979
- Sudarsanam, PS., *The Essence of Merger and Acquisition*, Terjemahan: Rahmat Hartono, Yogyakarta, Andi, 1999
- Sumantoro, *Aspek Hukum dan Potensi Pasar Modal di Indonesia*, Jakarta, Ghalia Indonesia, 1987
- _____, *Hukum Ekonomi*, Jakarta, UI-press, 1986
- Suta, I Putu Gede Ary. *Menuju Pasar Modal Moderen*, Jakarta, Indonesian Printer, 2000
- Tomasic, Roman. dan Bottomly, Stephen., *Corporation Law In Australia*, Sydney, The Federation Press, 1995
- Usman, Marzuki. et al, *ABC Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, IBI, 1994
- Vagts, Detlev F. *Basic Corporation Law, Materials, Cases, Text*, New York The Foundation Press Inc. 1989
- Vijver, van de., Niels, R. *Securities Regulation in Nederland*, Deventer, Kluwer Law, 1994
- Widyadharma, Ign, Ridwan, *Hukum Perseroan Terbatas Menurut UU RI No.1 tahun 1995*, Semarang, Balai Penerbit Undip, 1995
- Widjaya, I.G. Rai, *Hukum Perusahaan*, Bandung, Alumni, 1998
- Widjayanto, *Hukum dan Ketentuan Perbankan di Indonesia*, Jakarta, Grafiti, 1997
- Winarno, Jasso. *Pasar Modal Indonesia Retropeksi Lima Tahun BEJ*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1997

II. Makalah/Artikel

- Aziz, Gontor A., *Akuisisi: Sinerji dan Permasalahan di Balikinya*, Berita Pasar Modal No.38, Mei 1995
- Hartono, Sri Redjeki., *Aspek Hukum Restrukturisasi Perusahaan*, Makalah Pada Seminar Nasional Restrukturisasi Perusahaan, Fak. Hukum Undip, Semarang, Nopember 1998
- _____, *Profesi Penunjang Pasar Modal dan Prospek Emiten*, Makalah pada Seminar Undang-Unang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dan Dampaknya Terhadap Lokal, Fak. Hukum Unndip, Semarang, 1996
- _____, *Konsekwensi Yuridis Perusahaan di Dalam Bursa Efek*, Makalah pada Seminar Nasional Hukum Ekonomi, Fak Hukum Undip, Oktober, 1996
- Hidayat, Yopie., *Penataan Pasar Modal*, Pakalah paa Simposium Perkembangan Pasar Modal Indonesia, Jakarta, Bapepam 1993
- Husein, Junus., *Pengaruh dan Akibat Merger, Konsolidasi dan Akuisisi terhadap Pihak Ketiga*, dalam Majalah Hukum Nasional No.2, BPHN, 1999
- Juwana, Hikmahanto., *Merger, Konsolidasi dan Akuisisi dalam Perspektif Hukum Persaingan Usaha dan UU No.5 tahun 1999*, PPH News Letter, No.38/X/September, 1999

- Karini, Sri Wahyu, *Aspek Hukum Akuisisi Saham dan Aset Perusahaan Publik dan Non-Publik*, Makalah dalam PPH News Letter, No.34/IX/1998
- Kusnadi, Ruddy. *Tanggung Jawab Profesi Penunjang Pasar Modal di Indonesia*, Makalah pada Seminar Studi Perbandingan Hukum Pasar Modal, Kantor Menko Ekuwasbang, Jakarta, 1995
- Laksana, Umar T., *Konsekwensi Hukum Bagi Penerbitan Saham di Pasar Modal*, Makalah pada Seminar Nasional Hukum Ekonomi, Fak.Hukum Undip, Semarang, 1996
- Machfoed, Mas'ud, *Undang-Undang Perseroan 1995 dan Perlindungan Minoritas dari Praktek Bisnis (Pasar Modal) yang Tidak Sehat*, Makalah Pada Seminar Pasar Modal, UGM, Yogyakarta, 1995
- Mahmud, H. Zen., *Penawaran Saham Baru Tanpa Right Issue Perspektif Investor dan Emiten*, Makalah pada Seminar Pasar Modal di Tengah Agenda Besar Politik dan Reformasi Hukum, Fak. Ekonomi Undip, Semarang, Nopember, 1998
- Manurung, Ronald, *Mekanisme Merger, Konsolidasi dan Akuisisi* dalam Majalah Hukum BPHN, Jakarta, 2000
- Morgenstern, Marc H. *Philosophy of Acquisitions*, dalam Corporate Counsel's Quarterly, Vo.8 No.1 1992
- Naiborbu, Justarina., *Perilaku Investor dalam Membeli Saham*, Makalah pada Simposium Beberapa masalah aktual Perkembangan Pasar Modal Indonesia, Jakarta., Bapepam, 1993
- Nurhadi, D. Cyril, *Pencatatan dan Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta*, Makalah pada Seminar Nasional Hukum Ekonomi, Fak. Hukum Undip, Semarang, 1996
- Pakpahan, Normin S., *Dampak Undang-Undang No.8/1995 tentang Pasar Modal dalam Kegiatan Ekonomi*, Makalah pada Seminar pasar Modal, Fak Hukum Undip, Semarang, Maret 1996
- Pardede, Marulak, *Aspek Hukum dalam Pelaksanaan Restrukturisasi Perbankan*, dalam Majalah Hukum BPHN, Jakarta, BPHN, 2000
- Permana, Sani, *Perilaku Investor di Mata Broker*, Makalah Pada Simposium Perkembangan Pasar Modal, Bapepam, Jakarta, 1993
- Pharnall, Theodore, *Scriptless Trading*, Makalah Pada Seminar Studi Perbandingan Hukum Pasar Modal, Kantor Meno Ekuwasbang, Jakarta, 1995
- Prasetiantono, A. Tony., *Pasar Modal dan Konfigurasi Ekonomi Makro Mutakhir*, Makalah pada Seminar Pasar Modal, fak Ekonomi Undip, Semarang, 1998
- Purba, A. Zen Umar., *Pasar Modal Indonesia di Tengah Agenda Besar Politik dan Reformasi Bidang Hukum*. Makalah pada Seminar Nasional Pasar Modal Indonesia, Fak.Ekonomi Undip Semarang, 1998
- _____, *Tanggungjawab Profesi Penunjang Pasar Modal di Indonesia*, Makalah pada Seminar Perbandingan Hukum Pasar Modal, Kantor Menko Ekuwasbang, Jakarta, 1995
- Rajagukguk, Erman., *Merger, Akuisisi dan Konsolidasi*, Majalah Hukum Nasional, No.2, BPHN, 1999,

- _____, *Mekanisme Pasar Modal dan Persoalan Hukum yang Timbul*, Bahan Pencangkakan Dosen Hukum Ekonomi, UI, Jakarta, 1995
- Ruru, Bacelius., *Perubahan Fungsi Bapepam dari Badan Pelaksana Pasar Modal Menjadi Badan Pengawas Pasar Modal*, Makalah Pada Simposium Perkembangan Pasar Modal Indonesia, Jakarta, Bapepam, 1993
- Senen, Ibrahim, *Implikasi (Rencana) Pelepasan Penyertaan Saham PT Indocement di PT Indofood*, Makalah dalam PP News Letter No.36/X/Maret/1999
- Spender, Peta. *Compulsory Acquisition of Minority Shareholdings*, dalam *Company and Securities Law Journal*, Vo.11 No.1, 1993
- Soelaeman, Adril., *Peraturan dan Perlindungan Bagi Investro.*, Makalah pada perkembangan Pasar Modal Indonesia, Jakarta Bapepam, 1993
- Soemitro, Ronny Hanitijo, *Metode Penelitian Hukum*, Makalah pada Pelatihan Metode Penelitian Ilmu Sosial, Fak. Hukum Undip, Semarang, 1999
- Subagyo, Felix O., *Merger, Akuisisi dan Konsolidasi, dari Sudut Undang-Undang No.1/1995 dan Perundang-undangan Pasar Modal*, Seminar Nasional, BPHN. Jakarta 1995
- Suta, I Putu Gede Ary, *Pasar Modal Dalam Pembangunan Ekonomi Daerah*, Makalah pada Seminar Pasar Modal dan Dampak Terhadap Lokal, Fak. Hukum Undip, Semarang, 1996
- Tjager, I Nyoman., *Fasilitas Baru Bagi Emiten yang Melakukan Restrukturisasi Utang dan Modal*, dalam PPH News Letter, No.35/IX Desember, 1998
- _____, *Perkembangan dan Pengaturan Pasar Modal di Indonesia*, Makalah Pada Seminar Studi Perbandingan Hukum Pasar Modal, Kantor Menko Ekuin, Jakarta, 1995
- Tumbuan, Fred AG, *Kedudukan Mandiri Perseroan Terbatas*, Makalah Pada Termu Karya Nasional Hukum Perusahaan dan Arbitrase, Depkeh, Jakarta, 1996
- Wignjosoebroto, Soetandyo., *Masalah dalam Penelitian Hukum Sehubungan Dengan Keragaman Pendekatan Konseptual*, Makalah pada Pelatihan Metode Penelitian Ilmu Sosial, Fak. Hukum Undip, Semarang, 1999
- Yara, Muchyar, *Prinsip-Prinsip Sistem Perseroan Terbatas menurut UU No.1 Tahun 1995*, dalam *Majalah Hukum dan Pembangunan* No.3 tahun XXV, Jakarta UI, 1996

III. Peraturan Perundang-Undangan

- UU No. 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas
- UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal,
- UU No.& Tahun 1992 jo UU No.10 1998 tentang Perbankan
- UU No.5 tahun 1999 tentang Anti Monopoli dan Persaingan Usaha Tidak Sehat
- PP No.27 tahun 1998 tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas
- PP No.45 tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal

PP No.46 tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal
PP No.70 tahun 1992 jo PP No.73 tahun 1998 tentang Bank Umum
PP No.71 Tahun 1992 tentang Bank Perkreditan Rakyat
PP No.29 Tahun 1999 tentang Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank
Keputusan Ketua Bapepam, No.Kep-85/PM/1996 tentang Penawaran Tender
Keputusan Ketua Bapepam No.Kep-52/PM/1997 tentang Penggabungan dan Peleburan
Usaha Perusahaan Publik atau Emiten
Keputusan Kekuasaan Bapepam No.Kep-04/PM/2000 tentang Pengambilalihan Perusahaan
Terbuka
Keputusan Direksi Bank Indonesia, No.32/51/DIR tentang Persyaratan dan Tata Cara
Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank Umum
Keputusan Direksi Bank Indonesia No.32/52/ Kep/DIR, tentang Persyaratan dan Tatacara,
Merger, Konsolidasi dan Akuisisi Bank Perkreditan Rakyat

IV. Jurnal/Majalah/Harian

Berita Pasar Modal, No.38/Mei/1995
_____, No.39 Juni/Juli 1995
Buletin Elips, No.17 November 1995
Harian Bisnis Indonesia, 12 Nopember 2000
Harian Kompas, 18 maret 2000
Hukum dan Pembangunan No.3 tahun XXV 1996
Indikator Ekonomi Indonesia, BPS, Jakarta, 2000
PPH News Letter, No.34/IX/September 1998
_____, No.35/IX/Desember 1998
_____, No.38/X/September 1999
Majalah Hukum Nasional, BPHN, No.2 1999
_____, BPHN, 3, 2000
Majalah Investor, No.27, Tahun III, Desember 2000
Majalah Warta Ekonomi, No.14 Tahun XII, Agustus, 2000